التّوريق
كأداة ماليّة حديثة

اتحاد المصارف العربيّة
١٩٩٥

التّورّق

كأداة ماليّة حديثة

د. عدنان الهندي

د. خالد أمين عبدالله

أ. سمير حمّود

أ. أحمد عبد الفتاح

د. خالد أمين عبدالله

أ. جون ڤان ديفنتر

أ. جوزيف سمولمان

أ. ميخائيل سلبي

أ. بروس غايتسكل

المحتويات

مقدمة

شهدت أسواق التمويل الدولي منذ بداية الثمانينات ثورة حقيقية على صعيد التحرير المتزايد لهذه الأسواق من الحواجز والموانع (Deregulation) وتكاملها (Globalization) إلى جانب موجة الإبداعات المالية (Financial Innovations). وقد أنتجت هذه الثورة تغيرات جذرية في وسائل وأدوات انتقال الأموال من الوحدات المالية ذات الفوائض إلى الوحدات الباحثة عن التمويل. وقد تحولت هذه الأسواق، بفعل هذه التغيرات الدراماتيكية، إلى حركة متطورة لا تعرف الهدوء أو الركود، حتى أضحى من الصعب جداً وسط أجواء الخلق والتجديد المستمرين - وصف أي أداة من الأدوات الجديدة بأنها الأحدث أو آخر ما ابتكرته «الهندسة المالية»، فكل يوم يحمل معه أداة مالية جديدة، تسوق وتروج لها مؤسسة مالية أو مصرفية جديدة.

وكان لهذه التطورات أثر فعال ومباشر على أسلوب التمويل في الأسواق المالية العالمية، حيث تحول هذا الأسلوب من صيغة القرض المصرفي إلى صيغة الأوراق المالية لا سيما الأسهم والسندات فيها. وقد غدت القروض المصرفية الدولية مجرد تمويلات جسرية (Bridging Finance) مؤقتة لغاية أن تسمح ظروف السوق المقترض أن يؤمن احتياجاته التمويلية من خلال الأسهم والسندات الدولية.

وهكذا برزت ظاهرة التوريق (Securitization) إلى الوجود، وزادت عمليات تحويل القروض المصرفية من كونها مباشرة إلى أوراق مديونية متنوعة وعلى رأسها الأسهم والسندات. واضطلعت المصارف، لا سيما الاستثمارية والشاملة، منها بدور متزايد في تعميق وتطوير وانتشار هذه الظاهرة على الساحة العالمية.

واليوم، تطرح على الساحة العربية مسألة ضرورة تحول المصارف العربية لتؤدي أعمالاً استثمارية وشاملة إلى جانب أعمالها التقليدية، وذلك حتى تستطيع مواكبة التحولات المالية العالمية وذلك في مجالي تنوع الأعمال التي تقوم بها المصارف إضافة إلى الأهمية المتزايدة لتوريق القروض المصرفية من أجل المساهمة في تمويل المشروعات، لا سيما ذات الصلة بالأغراض التنموية.

لذا يأتي مؤلفنا المصرفي هذا ليسلط الضوء على مفهوم وطرق ومزايا التوريق وتطوراته على الساحة العالمية ومبرراته على الساحة العربية وعلاقته بإدارة الموجودات والمطلوبات. وتحديداً فإن القضايا التي يشتمل عليها هذا المؤلف هي التالية:

- الواقع المصرفي العالمي والعربي ومبررات التوريق.
- الخلفية العلمية والعملية للتوريق.
- العوامل المؤثرة في التوريق.
- التسنيد العقاري وتجارب السوق الثانوي للقروض السكنية.
- إدارة الموجودات والمطلوبات وعلاقتها بالتوريق.
- التحولات المالية العالمية وعلاقتها بالتوريق.
- الأوراق المالية المستندة إلى الموجودات.
- التوريق في العمل المصرفي التجاري.

ونأمل من خلال مؤلفنا هذا أن يمثل إضافة إلى المكتبة المصرفية العربية ليستنير العاملين في الدوائر النقدية والمالية والعربية بكافة الجوانب ذات الصلة بهذا الفرع الجديد من الصناعة المالية والمصرفية وبما يخدم أغراض استيعاب المؤسسات المالية والمصرفية العربية لمثل هذه التقنيات المصرفية المستحدثة.

والله من وراء المقصد.

الدكتور عدنان الهندي

الأمين العام

المبحث الأول:

الواقع المصرفي الدولي والعربي ومبررات التوريق

الدكتور عدنان الهندي
أمين عام
اتحاد المصارف العربية

تمهيد:

يعيش نمط التمويل الدولي في جو جذري التبدل والتحول منذ بداية السبعينات. فحتى أواخر الستينات كان النمط السائد للتمويل هو المساعدات الانمائية الرسمية وحتى الاستثمارات المباشرة بدرجات أقل. وخلال الفترة الممتدة بين بداية السبعينات وتفجر أزمة المديونية الخارجية العالمية سنة ١٩٨٢، تحول نمط التمويل ليتركز بصفة رئيسية على القروض المجمعة للمصارف التجارية. ثم جاءت الفترة التي تفجرت فيها أزمة المديونية والتي استمرت حتى أواخر الثمانينات، حيث حصل انكماش ملحوظ في الاقراض وحتى المساعدات الخارجية، فيما برزت إلى الساحة أهمية الاستثمارات المباشرة. وتلت تلك الفترة عقد التسعينات مع ما حمل من تطورات ثورية في أسواق رأس المال الدولية وتالياً في النمط التمويلي حيث أخذ يتعاظم دور الأوراق المالية كمصدر رئيسي للتمويل الدولي من خلال إصدار وتداول سندات وأسهم وحتى مزيج من كليهما. وهنا شاع استخدام الأوراق المستندة للموجودات وبدأت المصارف تحول قروضها إلى أوراق مالية فظهرت صناعة «التوريق» (Debt Securitization) وأخذت تتطور بشكل متسارع حتى باتت اليوم إحدى الركائز الأساسية التي تقوم عليها الصناعة المصرفية الحديثة.

ويمكن إرجاع جذور عملية التوريق هذه إلى سنة ١٩٨٢، مع تفجر أزمة المديونية الخارجية في منطقة العالم الثالث، وتوقف العديد من دول هذه المنطقة عن تسديد ديونها، وكان أولها المكسيك. وهنا تسارعت دول العالم إلى درس الحلول الملائمة لهذه المعضلة العالمية الخطيرة، فكانت «خطة برادي» التي اقترحت، فيما اقترحته، تحويل الديون الخارجية إلى سندات، والتي أدت إلى مبادلة المكسيك القسم الأكبر من ديونها بسندات لمدة ٣٠ سنة ضمنتها الخزينة الأميركية عن طريق

إصدار سندات بدون كوبون (فائدة) لصالح المكسيك، وقام بتمويل هذه العملية صندوق النقد والبنك الدوليين، وذلك مقابل تنفيذ المكسيك لبرنامج إصلاح اقتصادي متفق عليه.

في دراستنا هذه، سوف نتعرض في مبحث أول للتحولات الحاصلة في نمط التمويل الدولي على مدى الفترات المذكورة أعلاه وتجاوب القطاع المصرفي العالمي معها، لنخلص في مبحث ثان إلى الكيفية التي تعاطى فيها القطاع المصرفي العربي مع تلك التطورات المالية واقتراح السبل الآيلة لتطوير صناعة تمويل عربية حديثة مواكبة للمستجدات على الساحة العالمية.

أولاً: المتغيرات الدولية وتطور نمط التمويل الدولي:

لمعرفة المتغيرات التي طرأت على نمط التمويل الدولي، قد يكون من الملائم التمييز بين أربع فترات. **الفترة الأولى** تمتد من نهاية الحرب العالمية الثانية إلى سنة ١٩٧٣، حيث كان التمويل الدولي للبلاد النامية خلال هذه الفترة يعتمد أساساً على **المساعدات الإنمائية الرسمية**، وإلى درجة أقل على **الاستثمارات المباشرة**. غير أن هذه الاستثمارات كانت مركزة إلى حد كبير على عدد محدود من البلاد النامية خصوصاً بلاد أمريكا اللاتينية، ولم تكن البنوك التجارية في البلاد الصناعية تلعب دوراً يذكر في هذا المجال.

أما **الفترة الثانية** فهي تمتد من ١٩٧٣ حتى تاريخ تفجر أزمة **المديونية الخارجية العالمية** سنة ١٩٨٢، وفيها تغيرت أنماط التمويل الدولي بصورة جذرية. فقد اقترن ارتفاع أسعار البترول بنمو ضخم في حجم السيولة الدولية، ولم تكن بلاد الفوائض البترولية في وضع يمكنها من استيعاب كل تلك الفوائض في استثمارات داخلية. كذلك لم تكن لديها التجربة ولا المؤسسات لكي تقوم باستثمارات خارجية مباشرة على نطاق واسع. ومن ثم، فإن النسبة العظمى من هذه الفوائض استثمرت في ودائع لدى البنوك التجارية خصوصاً البنوك الدولية العملاقة في الولايات المتحدة وأوروبا الغربية. وقد حفلت تلك البنوك بدرجة من السيولة لم تعرفها من قبل، واشتد الحافز لديها للعثور على منافذ استثمارية، ووجدت ضالتها في البلاد النامية التي كانت في أمس الحاجة إلى تمويل خارجي بعد أن ساءت

أوضاعها الخارجية من جراء ارتفاع أسعار الطاقة المستوردة، وتدهور معدلات التبادل، وانتشر الكساد التضخمي في البلاد الصناعية. وهكذا كانت الظروف مؤاتية لعملية **تدوير الدولارات البترولية**: تعاظم السيولة من جانب العرض، واشتداد الحاجة إليها من جانب الطلب. وكانت نتيجة ذلك دخول البنوك التجارية على نطاق كبير في مضمار تمويل البلاد النامية. ولم تلبث أن أصبحت القروض التجارية هي الصورة الغالبة بالقياس إلى المساعدات الانمائية الرسمية والاستثمارات. وساعد على ذلك استحداث آليات جديدة في الأسواق المالية، لعل أهمها ظهور **القروض المشتركة أو المجمعة** (Syndicated Loans). وكان من شأن هذه الآلية استقطاب عدد ضخم من البنوك التجارية التي لم يكن لها تجربة سابقة في الاقراض الدولي بصفة عامة، واقتراض البلاد النامية على وجه الخصوص. إذ يكفي الاعتماد على بنك دولي واحد أو عدد محدود من البنوك العملاقة للقيام بدور القيادة في تجميع القروض المشتركة وإدارتها.

أما العامل الثاني الذي ساعد على النمو الانفجاري في القروض التجارية للبلاد النامية، فهو **انتشار ظاهرة بنوك الأوفشور**. وكان من شأن هذا التطور تمكين البنوك التجارية من الإفلات من رقابة السلطات النقدية، واستطاعت بذلك أن تنغمس في الاقراض طويل المدى دون احترام النسب التي تقضي بها التقاليد المصرفية السليمة. ويمكن اعتبار «**اليوروسوق**» (Euro Market) صورة من صور بنوك الأوفشور، وهو قام بدور رئيسي في تمويل البلاد النامية خلال عقد السبعينات.

وقد أدت هذه التطورات إلى **تغييرات أساسية في نمط تمويل عملية التنمية**. ويتضح ذلك من المقارنة بين هذا النمط في الفترة الأولى وبينه في الثانية. ففي الفترة الأولى كانت المساعدات الانمائية والاستثمارات المباشرة تمثل نحو ٧٥٪ من التمويل الدولي للبلاد النامية، مقابل حوالي ٢٥٪ للقروض المصرفية، أما في الفترة الثانية، فقد انقلبت الصورة وأصبحت القروض التجارية تمثل نحو ٦٥٪ من كل مصادر التمويل مقابل حوالي ٣٥٪ للمساعدات الانمائية والاستثمارات المباشرة. وبالنظر إلى تطور النشاط الاقراضي الدولي خلال الفترتين قيد البحث، نرى أن حجم القروض المصرفية الممنوحة على الصعيد الدولي ازدادت بشكل تدرجي وذلك من نحو ٧٢,٥ مليار دولار عام ١٩٧٨ إلى ٨٥,٣ ملياراً عام ١٩٧٩ وبلغ نحو ٨١

ملياراً عام ١٩٨٠ ووصل إلى ذروته في العام ١٩٨١ حيث بلغ ١٤٢,٥ ملياراً. وبذلك يكون الاقراض الدولي قد تضاعف حجمه خلال فترة أربع سنوات.

أما **الفترة الثالثة**، فهي تبدأ مع تفجر **أزمة المديونية الخارجية** على أثر إعلان المكسيك توقفها عن الدفع في صيف ١٩٨٢، وكان ذلك إيذاناً ببداية مرحلة جديدة. وقد تركت تلك الأزمة بصماتها على النظام المالي الدولي. وكان أول أثر مباشر لتلك الأزمة هو **الانكماش الفجائي الكبير في حجم القروض التجارية**. وبعد أن لعبت البنوك التجارية الدور الأول في تمويل البلاد النامية، وخصوصاً بلاد أمريكا اللاتينية، لم تجد هذه البنوك مفراً من التراجع غير المنتظم. فقد وجدت نفسها عندما وقعت الواقعة تترنح على حافة الانهيار. وينسحب ذلك بصفة خاصة على عدد من أكبر البنوك الأميركية. وقد بلغت قروضها للبلاد التي أعلنت توقفها أو كانت على وشك التوقف، عدة مرات رأسمالها. ولولا التدخل السريع لصندوق النقد الدولي والبنك الدولي والاتفاق على ما يسمى رابطة «الانقاذ بالتعاون الوثيق بين جميع الأطراف المعينة» لانهارت بعض البنوك الدائنة وجرت معها مئات البنوك الأخرى في كل أنحاء العالم. لذلك، لم يكن غريباً أن تنسحب المصارف من هذا الميدان بعد أن احترقت أصابعها وانعكس ذلك في انكماش حجم القروض التجارية الصافية الاختيارية إلى نسبة ضئيلة من أحجامها السابقة. وليس من المنتظر أن تعود البنوك التجارية إلى إقراض البلاد النامية على نطاق كبير بعد هذه التجربة المريرة. وعند تناول بعض الأرقام حول النشاط الاقراضي الدولي خلال هذه الفترة، يتبين الانعكاس السلبي لأزمة المديونية الخارجية العالمية على حجم القروض المصرفية الممنوحة دولياً، حيث تراجع حجمها بشكل ملحوظ بما نسبته ٣٣,٥٪ عام١٩٨٢ لتبلغ نحو ٩٤,٧ مليار دولار وكذلك لتنخفض أيضاً في العام ١٩٨٣ بما معدله ١٤,٦٪ حيث بلغت حوالي ٨٠,٩ ملياراً ولتركد بعد ذلك عند معدل وسطي سنوي قدره ١١٦ ملياراً خلال الفترة الممتدة بين عام ١٩٨٤ و١٩٨٦.

هذا عن القروض التجارية، غير أن **المساعدات الانمائية الرسمية** لم تسلم أيضاً من تأثير أزمة المديونية، وذلك ليس بانكماشها ولكن بالتغير الكبير الذي طرأ على نوعيتها. فقد أصبحت النسبة العظمى منها تخضع لاشتراطية جديدة لم تكن معهودة من قبل. ذلك أن الاتفاق مع صندوق النقد الدولي أصبح شرطاً ضرورياً للحصول

على موارد مالية جديدة أو على إعادة جدولة للديون القائمة. غير أن الاتفاق مع الصندوق سواء في صورة اتفاق مساندة أو في صورة تسهيل ممتد لم يكن ميسوراً إلاّ بالتزام البلد المدين بتنفيذ برنامج تصحيحي يتناول السياسات الماكرواقتصادية مثل سعر الصرف وسعر الفائدة وسياسة الموازنة العامة للدولة. وحدث التطور نفسه في إطار البنك الدولي. فقد استحدث البنك نوعاً جديداً من القروض في أول الثمانينات وهي **قروض التصحيحات الهيكلية**. وهذه مشروطة بالتزام المدين بإجراء التصحيحات الهيكلية. ويدخل في ذلك رفع كفاءة القطاع العام وتحويل وحداته أو عدد كبير منها إلى القطاع الخاص أو ما يسمى بسياسة «التخصيصية» وإعادة النظر في أولويات التنمية وتحرير التجارة الخارجية وتصحيح الأسعار وخصوصاً أسعار الطاقة. وأعقب ذلك نشوء ما يسمى بالاشتراطية المتبادلة بين صندوق النقد الدولي والبنك الدولي ومعناها أن الحصول على موارد مالية من إحدى المنظمتين أصبح يتوقف على تنفيذ اشتراطية المنظمة الأخرى. ولم يقف الأمر عند هذا الحد بل اتسع نطاق الاشتراطية حتى امتد إلى المساعدات الرسمية الثنائية. فقد أصبحت المصادر الثنائية مشروطة في حالات كثيرة بالحصول على شهادة الصحة الاقتصادية من صندوق النقد الدولي. وأصبح ذلك شرطاً للحصول على موارد جديدة أو إعادة جدولة في إطار نادي باريس. وهكذا أحكمت الحلقات على البلاد المدينة. فهي إذا اتفقت مع الصندوق بشروطه انفتحت أمامها أبواب التمويل الخارجي.

وكان من شأن هذه التطورات تعاظم أهمية **الاستثمارات المباشرة** كمصدر من مصادر التمويل للبلاد النامية. فالقروض التجارية نضبت أو أوشكت على النضوب. وعلى كل حال، لم تعد متاحة باليسر أو بالنطاق الذي كانت عليه في السبعينات. أما المساعدات الرسمية، فإنها أصبحت في معظم الأحوال خاضعة لشروط عديدة تتعلق بالسياسات المالية والنقدية واستراتيجية التنمية، وقد لا تتفق تلك الشروط مع التوجهات أو الايديولوجيات السائدة. وحتى إذا اتفقت، فقد يثور الخلاف مع صندوق النقد الدولي حول السرعة التي يتم بها تنفيذ الاصلاحات الاقتصادية، أو حول الآثار التنموية لبرنامج التصحيح أو مضمونه الاجتماعي أو التداعيات السياسية التي يمكن أن تنجم عنه. ومن هنا نجد عزوف عدد غير قليل

من البلاد النامية عن الدخول في اتفاق مع الصندوق أو عجزها عن اتمام المفاوضات معه.

إذا استبعدنا القروض التجارية لأنها غير متاحة، وكذلك المساعدات الانمائية الرسمية لأنها غير مقبولة، لا يبقى بعد ذلك سوى الاستثمارات الأجنبية كمصدر من مصادر التمويل، حيث زادت المساعدات الانمائية والاستثمارات المباشرة من إجمالي التمويل الدولي المتاح خلال الفترة قيد النظر عن ٨٥٪ مقابل نحو ١٥٪ للقروض المصرفية. وفي هذا المجال تشير الاحصائيات المتوفرة إلى أن التدفقات الاستثمارية المباشرة في العالم تضاعفت قيمتها خلال الفترة من ١٩٧٥ إلى ١٩٨٠، وصعدت بقوة خلال الثمانينات لتصل إلى ٢٠٣ مليارات دولار في عام ١٩٩٠ أي ما يعادل ١٠ أمثال حجمها قبل ذلك بخمسة عشر عاماً. وهي في الوقت نفسه تتمتع بمزايا لا تتوافر لمصادر التمويل الأخرى. فهي أولاً غير منشئة للمديونية حيث لا تتولد عنها التزامات تعاقدية مثل التي تنشأ عن القروض بسداد مبالغ محددة في أوقات محددة. وهي من الناحية الاقتصادية تتمتع بقدر كبير من المرونة، إذ تتغير الأرباح المحولة ارتفاعاً وانخفاضاً تبعاً للرواج والكساد، ومن ثم فهي لا تلقي عبئاً على ميزان المدفوعات مثل خدمة الدين. يضاف إلى ذلك أن الاستثمارات بريئة من الاشتراطية التي أصبحت تعكر صفو المساعدات الرسمية. وأخيراً، فإن الاستثمارات المباشرة تقترن عادة بانتقال التكنولوجيا سواء في دائرة الانتاج أو الادارة.

رغم هذه المزايا الواضحة، فإن الاستثمارات الأجنبية ما زالت تثير الشكوك في عدد من البلاد النامية. ويرجع ذلك جزئياً إلى اعتبارات تاريخية. فهي مرتبطة في ذهن الكثيرين بالفترة الاستعمارية وما انطوت عليها أحياناً من استغلال بشع لثروات البلاد الخاضعة للاستعمار. وهؤلاء لا يريدون العودة إلى أنماط تذكرهم بتلك الحقبة الكريهة. ومن ناحية أخرى، فإن الاستثمارات الأجنبية المباشرة في الوقت الحاضر ترتبط في نظر البعض بالشركات الأجنبية العملاقة متعددة الجنسية. وهي عند هؤلاء تمثل الاستعمار الجديد ولا تختلف عن الطراز القديم إلاّ في القناع الخارجي. فهي في نظرهم مثله في الاستئثار بخيرات البلاد النامية، وتعطيل نموها، وانتهاك سيادتها.

هذا وقد اتجهت معظم الدول النامية إلى العمل على **اجتذاب الاستثمارات الأجنبية عن طريق منح حوافز خاصة**، لعل أهمها تقرير إعفاءات ضريبية وتسهيلات لتحويل الأرباح أو أصل رأس المال إلى الخارج وزيادة حصة المستثمر الأجنبية في المشروعات الوطنية، حيث أدت كل هذه العوامل لتحسين مناخ الاستثمار إلى المساهمة في تدفق الرساميل الخارجية إلى العديد من الدول النامية، لا سيما بعض دول أمريكا اللاتينية وآسيا وكذلك بعض الدول العربية. وفي هذا الإطار توضح الأرقام المتوفرة أن الدول النامية التي استأثرت بنسبة ١٧٪ فقط من التدفقات الاستثمارية الدولية المباشرة خلال الفترة من ١٩٨٦ و١٩٩٠، فإن هذه الحصة قفزت بحلول عام ١٩٩٢ إلى نسبة ٣٢٪ وذلك طبقاً لاحصائيات منظمة الأمم المتحدة للتجارة والتمية «أونكتاد».

وما أن انتهى عقد الثمانينات حتى بدأت **الفترة الرابعة** ومعها طرأ تحول ملفت في نمط التمويل الدولي، حيث أخذ يطغى أسلوب **التمويل من خلال الأوراق المالية** على اختلاف أنواعها وذلك على حساب القروض المصرفية المجمعة أو العادية. ويرتبط هذا التحول بشكل رئيسي بما شهدته أسواق التمويل الدولي من ثورة حقيقية أنتجت **تغيرات جذرية في وسائل وأدوات انتقال الأموال** من الوحدات المالية ذات الفوائض إلى الوحدات الباحثة عن التمويل. وقد تحولت هذه الأسواق بفعل هذه التغيرات الدراماتيكية إلى حركة متطورة لا تعرف الهدوء أو الركود، حتى أضحى من الصعب جداً وسط أجواء الخلق والتجديد المستمرين وصف أي أداة من الأدوات الجديدة بأنها الأحدث أو بأنها آخر ما ابتكرته **«الهندسة المالية»**، فكل يوم يحمل معه أداة جديدة، تسوق وتروج لها مؤسسة مالية أو مصرفية جديدة.

والحال أن زخم هذه التبدلات المالية إنما يدين للحرية التي لم يسبق لها مثيل في إدارة المؤسسات المالية لشتى العمليات في أسواق المال العالمية، لا سيما لناحية **تدفق رؤوس الأموال عبر الحدود القطرية والقومية وعبر القارات دون حواجز أو موانع** (Deregulation). وقد تمثل ذلك، بصفة رئيسية، في إزالة السقوف على أسعار الفائدة، وتخفيف الضرائب على العمليات المصرفية والمالية، والسماح للمصارف والمؤسسات المالية بتقديم الخدمات المتنوعة التي تخرج عن تخصصها التقليدي،

وإلغاء جداول التسعير الرسمي للخدمات المصرفية، وإطلاق حركة العملات والأسعار والأدوات والمؤسسات والمستثمرين، وإلغاء الرقابة على النقد الأجنبي، وفتح الأسواق الوطنية أمام عمل الأجانب، واشتداد حمى المنافسة. . . إلخ.

وترافقت موجة التحرير هذه مع ظاهرة أخرى لا تقل أهمية وهي **إزالة الحواجز الجغرافية بين الأسواق النقدية والمالية** في العالم حتى أخذت هذه الأسواق بالتكامل الاقليمي والدولي، وبحيث أصبح العالم بأسره بمثابة ساحة واحدة لنشاط رأس المال وحركته واستثماراته (Globalization).

وتنوع طبيعة المؤسسات المالية العاملة في أسواق التمويل الدولي سرع من **حركة الإبداعات المالية** (Financial Innovations)، والتي تتمثل في التبدل الكبير في الأدوات المالية والمصرفية باتجاه ظهور **تشكيلة متنوعة من السندات والأسهم** التي تأخذ من صفات حقوق الملكية والمديونية على حد سواء وتضيف لها صفات أخرى كمزيج منهما. وقد جاءت هذه الأدوات المستحدثة لتضفي صفة التوافقية مع متطلبات المدخرين والمستثمرين على حد سواء. وتزايد استخدام الأدوات المستندة إلى التعامل المستقبلي أو **«المستقبليات»** (Futures)، كما شاع استخدام **الوقاء** (Hedging) في العمليات المصرفية والمالية، وذلك لمواجهة التعرض للمخاطرة (Risk Exposure). كما أن الوقاء صار يستخدم الآن في المضاربة (Speculation) مع ما تعنيه من احتمالات تحقيق الأرباح أو الخسائر. ثم إنه بات يستخدم أيضاً للحماية من مخاطر تقلبات أسعار الصرف الأجنبي والفوائد ضمن تشكيلة كبيرة من الأدوات والتي تتراوح بين **مبادلات** أسعار الصرف الأجنبية والفوائد (Exchange-Rate and Foreign-Exchange Swaps)، **وخيارات** العملات والفوائد (Options)، وتسهيلات إصدار الأوراق المالية والمصرفية (Note Issuance - Facilities - NIF). . . إلخ. وشهدت المؤسسات المالية والمصرفية كذلك تحولاً وتبدلاً جزئياً، لكن متسارعاً ومتزايداً، في عملياتها باتجاه تلك العمليات غير المستندة للأموال أو الرصيد (Non-Based Fund Operations)، وهكذا ابتدعت تلك المؤسسات أدوات مالية تتوسط في التعامل بها بدون الحاجة إلى الاحتفاظ بالرصيد، أو خدمات مالية لا تتطلب الرصيد (تقديم الاستشارات والنصح المالي، وأعمال الوساطة المالية. . . إلخ).

إن هذه التطورات الجوهرية التي أخذت تسود عالم التمويل الدولي كان لها أثر فعال ومباشر على أسلوب الاقراض في الأسواق المالية العالمية، حيث **تحول هذا الأسلوب وبسرعة من صيغة القرض المصرفي إلى صيغة الأوراق المالية** لا سيما السندات منها. لقد غدت القروض المصرفية الدولية مجرد «**تمويل جسري**» (Bridging Finance) مؤقت لغاية أن تسمح الظروف للسوق المقترض أن يؤمن احتياجاته التمويلية من خلال **السندات الدولية**. وتشير الأرقام المالية المتوفرة في هذا المجال إلى استمرار النمو القوي لأسواق السندات الدولية، وتحديداً السندات الأوروبية (Euro - Bonds)، والتي قدرت مبالغها في نهاية العام الماضي بأكثر من ٥٠٠ مليار دولار، في الوقت الذي واصلت فيه أسواق القروض المشتركة (Euro - Credit) إظهار بوادر ضعف متزايدة، إذ قدر حجمها في العام المذكور بحوالي ١٠٠ مليار دولار. وإلى جانب ذلك، من المرجح أن تتلقى أسواق السندات الأوروبية دفعة كبيرة إلى الأمام في السنوات المقبلة، من خلال استبدال السندات التي استحقت آجالها بإصدارات جديدة. وفي هذا السياق، تشير التقديرات المتداولة إلى أن السنوات المقبلة ستشهد حلول آجال سندات دين في السوق الأوروبي بمعدل ٢٠٠ مليار دولار سنوياً، وهذه ستشكل إضافة هامة للإصدارات الجديدة، لأنه يتم غالباً إعادة تمويل السندات التي تحل آجالها في نفس السوق.

لقد أخذت تتطور بسرعة، في الآونة الأخيرة، **سوق عالمية جديدة لإصدارات الأسهم** وحصص الشركاء تتجاوز الحدود الاقليمية والقومية(*). وهذه السوق ستنحو في تطورها وتكوينها نحو النهج الذي سبق وسلكته سوق الاقراض المصرفي الدولي وسوق السندات الدولية، ولكن بخطى أسرع بكثير. وفي هذا المجال، قدرت قيمة التدفقات الاستثمارية الدولية في أسواق الأسهم الأجنبية خلال العام ١٩٩٤ بحوالي ١٧٠ مليار دولار، تضاف إلى الاستثمارات المتراكمة منذ العام ١٩٨٦ وقيمتها ٣٠٠ مليار دولار.

(*) تشير الاحصاءات العالمية فس هذا المجال إلى ارتفاع مذهل في حجم الأموال العابرة للحدود، إذ قدر مثلاً اتحاد البورصات الدولي حجم التداول في أسهم الملكية بين اليابان والولايات المتحدة الأمريكية بحوالي ١,٣ تريليون دولار عام ١٩٩٢.

ومما يزيد من نشاط سوق الأسهم العالمي النمو السريع في أسواق المال التابعة للدول النامية عموماً، حتى أدى ذلك إلى ظهور ما يسمى بـ «**أسواق الأسهم الصاعدة**» (Emerging Stock Markets). وفي هذا المجال، تشير الاحصاءات التي تجمعها مؤسسة التمويل الدولية (IFC) الخاصة بأهم ٢٠ بورصة تعود إلى الدول النامية، إلى تفوق هذه البورصات في أدائها بالمقارنة مع سائر البورصات في دول منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية (OECD)، وبفوارق ضخمة في بعض الأحيان. فمعدل عائد الاستثمار (مقوماً بالدولار الأمريكي) في أسواق أمريكا اللاتينية وآسيا قفز خلال السنوات الخمس الماضية بنسبة ٢٤٥٪ و٤١٪ على التوالي، بالمقارنة مع نسبة ٣٤٪ فقط في الولايات المتحدة ونمو سلبي نسبته ٢٠٪ في اليابان. كما تشير هذه الاحصاءات إلى تعاظم دور أسواق الأسهم في توفير، وكذلك تسعير رأس المال. ففي خلال سني الثمانينات، تضاعفت قيمة التداول في هذه البورصات الصاعدة نحو ٣٩ مرة، كما تضاعف عدد الشركات المدرجة مرة واحدة، وازدادت القيمة السوقية للترسمل (Market Capitalisation) لمجموع هذه البورصات سبع مرات، في حين أن معدلات التبادل (Turnover) فيها ارتفعت بمعدل أربعين مرة، وارتفعت نسبة القيمة السوقية للشركات المدرجة للتداول في هذه البورصات مقارنة بإجمالي الناتج القومي الاجمالي من ٦٪ عام ١٩٨٠ إلى ٢٥٪ عام ١٩٩١. وقد استفادت هذه البورصات في نهضتها من عملية ضخ أكثر من ٥٠ مليار دولار خلال السنوات الأربع الماضية والآتية إلى ردهاتها من الشركات والمؤسسات والصناديق الاستثمارية والمالية. وفي عام ١٩٩٠ قامت هذه البورصات بتأمين تمويلات جديدة زادت على ٢٠ مليار دولار لحوالي ١٢٠٠ شركة، علماً أن هذا الرقم لم يكن ليزيد على مليار دولار فقط عام ١٩٨٠. وفي العديد من أسواق الدول النامية هذه، كان هنالك أيضاً دور هام للمستثمر الأجنبي اما مباشرة أو عن طريق صناديق الاستثمار المدرجة وحداتها في البورصات المتقدمة كنيويورك ولندن، وفي هذا الشأن، نشير إلى أنه بنهاية عام ١٩٩٠ كان هنالك حوالي ١٥٠ صندوقاً استثمارياً دولياً متخصصاً في أسهم بورصات الدول النامية بلغ مجموع توظيفاتها ما يزيد على ١٢ مليار دولار توزعت على أقطار أمريكا اللاتينية وأوروبا الشرقية وآسيا وأفريقيا. ويعزى هذا النمو السريع في أسواق المال

التابعة للدول النامية إلى الازدياد المضطرد في حجم التدفقات الاستثمارية الخاصة إلى هذه البلدان.

وفي هذا المجال تشير إحصائيات البنك الدولي إلى أن حجم الأموال التي تدفقت على الدول النامية بلغت ١٧٧ مليار دولار في عام ١٩٩٣، بزيادة ١٣٪ تقريباً عن عام ١٩٩٢ الذي ارتفعت فيه بنسبة ٢٧٪ عن العام السابق. وقد ارتفع حجم الاستثمارات الخاصة في العالم أكثر من ٢,٥ مرة منذ العام ١٩٩٠، حيث تجاوزت في عام ١٩٩٣ الرقم المرتفع الذي بلغته في عام ١٩٩٢ والبالغ ١٠٠ مليار دولار. وقد اجتذبت الدول النامية نحو ٥٦ مليار دولار في عام ١٩٩٣ مقابل ٤٧ مليار دولار أو ما يعادل ٣٥٪ من الاستثمارات الأجنبية في عام ١٩٩٢، وهي نسبة قياسية، وتوجهت معظم الأموال الخاصة إلى دول جنوب شرق آسيا وأمريكا اللاتينية التي زادت استخدامها للرساميل الخاصة في تمويل قطاعات كانت في السابق مصنفة ضمن القطاعات السيادية في الدول المعنية، مثل قطاعات النقل والاتصالات والنفط. ويمكن ملاحظة مدى فشل الشرق الأوسط وشمال أفريقيا بشكل عام (والدول العربية بشكل خاص) في استقطاب تدفقات رؤوس الأموال الخاصة، من خلال محدودية حجم الاستثمارات الأجنبية المباشرة التي استأثرت بها، حيث بلغت ـ طبقاً لتقديرات البنك الدولي ـ ١,٩ مليار دولار فقط في عام ١٩٩٣. وعلى الرغم من أن هذا الرقم يتضمن زيادة نسبتها ٢٨٪ عن عام ١٩٩٢ الذي بلغت فيه ١,٥٦ مليار دولار، إلاّ أنه يعني أيضاً أن حصة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا من إجمالي الاستثمارات الأجنبية في العالم تبلغ نحو ١٪ فقط، مع ملاحظة أن الاستثمارات الأجنبية المباشرة بالقروض الخاصة شكلت ٢٥٪ من الأموال المتدفقة على المنطقة.

ومما سيزيد من سرعة نمو وتطور بورصات الدول النامية الرئيسية مستقبلاً انتشار ظاهرة عالمية هي «**تخصيص القطاع العام**» (Privatization) وتحويل العديد من وحداته إلى القطاع الخاص في العديد من أقطار العالم، علماً أن التخصيص يشمل عدة أشكال بدءاً من البيع المباشر لهذه الوحدات للقطاع الخاص، مروراً بالمشاركة في ملكيتها أو إدارتها بين القطاعين العام والخاص وصولاً إلى إعطاء هذه

الوحدات قدراً أكبر من الاستقلالية المالية والادارية والسعي إلى إدارتها بعقلية القطاع الخاص. وفي هذا المجال، تشير الاحصاءات العالمية إلى أن أكثر من ٨٠ دولة في مختلف أنحاء العالم قد دشنت خلال السنوات الماضية برامج طموحة لتحويل شركاتها الحكومية إلى القطاع الخاص عبر أشكال عديدة. ففي الدول النامية وحدها تم منذ عام ١٩٨٠ تخصيص أكثر من ٢٠٠٠ شركة من شركات القطاع العام، ففي حين بلغ عدد الشركات العامة التي تم تخصيصها على مستوى عالمي خلال نفس الفترة ٦٨٠٠ شركة. وقد تمكنت أكثر من ٤٥٠ شركة عاملة في أسواق الأسهم الصاعدة بالدول النامية الرئيسية من جمع ما يزيد عن ٢٨ مليار دولار عام ١٩٩٢ وذلك عبر اصدارات الأسهم.

ومما سيزيد كذلك من تطور حجم سوق السندات والأسهم الدولي خلال السنوات المقبلة **الاتجاه المتزايد عالمياً لتحويل القروض المصرفية المباشرة إلى أدوات أو أوراق مالية** (من أسهم وسندات) قابلة للتداول في أسواق المال العالمية (Securitization). وبعد ظهور الأساليب الجديدة لتسهيل عملية منح الائتمان، تزايد فيض الأوراق المستندة للموجودات (Asset - Based Securities, ABS). ففي سنة ١٩٨٦، وهي السنة الأولى التي شهدت تسنيد مجمعات (Pools) من الذمم المدينة الناشئة عن البطاقات الائتمانية في الولايات المتحدة الأمريكية، بلغت **الأوراق المستندة للموجودات** (١٠) بليون دولار، تم إصدارها للجمهور في السوق المالية. ثم ارتفع هذا المبلغ ليصل إلى ١٦ بليون دولار سنة ١٩٨٨، وإلى (٥٠) بليون دولار سنة ١٩٩١. وما زال السوق يعج بالامكانات. ويقدر الخبراء أن مجموع الأوراق المستندة للموجودات سيصل إلى (٨٠٠) بليون دولار في الولايات المتحدة وحدها وذلك في نهاية القرن الحالي. ويقولون أن هناك (٨٠) تريليون دولار من الموجودات القابلة للتوريق لدى المصارف والشركات الأمريكية. وتمثل هذه الموجودات، التي يتصف بعضها بأنه على مستوى عال من الجدارة القاعدة التي سوف ينطلق منها مستقبل الأوراق المستندة للموجودات (ABS).

وفي المملكة المتحدة تبرز الأهمية الكبيرة لسوق توريق القروض العقارية قياساً بتوريق قروض الممتلكات الشخصية. إذ يبلغ السوق الأول حوالي (١٨) ضعفاً قياساً بسوق البطاقات الائتمانية، و(٥٢) ضعفاً قياساً بسوق قروض السيارات.

إذا كان هذا هو واقع التبدلات والتحولات الحاصلة في نمط التمويل العالمي منذ السبعينات وحتى يومنا هذا، فما كانت انعكاساتها على المنطقة العربية، وما هي مبررات التوريق في الصناعة المصرفية العربية؟ هذا ما سنحاول الإجابة عليه في المبحث الثاني من هذه الدراسة.

ثانياً: التأقلم العربي وتحديات المرحلة:

إن الجهاز المصرفي العربي ما يزال يعيش في جو من التحديات لا ينقطع منذ بداية السبعينات. وأنه لمن دواعي الفخر ما أبداه هذا الجهاز، على اختلاف الأوضاع فيه بين قطر وآخر، من قدرة على الصمود والتكيف أمام المتغيرات المفاجئة والعملاقة التي حصلت على الساحة الاقتصادية والمالية العربية والدولية، لا سيما تلك التي تتصل بأسواق المال العالمية ونمط التمويل فيها، وذلك بالرغم من كون القطاع المصرفي العربي جديد النشأة بالمقارنة مع القطاعات المصرفية في الدول الصناعية. ولا بد هنا من الإشارة إلى **الانجازات الهامة التي حققها القطاع المصرفي العربي**، وبشكل خاص في تواجده الخارجي الذي كان شبه منعدم في أوائل السبعينات خلال الفترات التي تميزت بتحولات جذرية في نمط التمويل الدولي.

يمكن إعادة **عملية تدويل المصارف العربية**، في أولى مراحلها، إلى الخمسينات حيث كانت المصارف المراسلة للتحويلات المالية وخطابات الاعتمادات تشكل حلقة وصل هامة بين اقتصاديات غربية ناشطة ودول ذات سيادة حديثة برزت في المنطقة العربية. وقد احتفظ وقتئذ عدد قليل من البنوك العربية العريقة بوجود مادي ما وراء البحار وفي لندن تحديداً.

ولم تبدأ فعلاً الحركة الحقيقية باتجاه التدويل إلاّ في مطلع السبعينات وعلى أثر **الفورة النفطية.** فتكاثفت عندها البنوك المراسلة تحت تأثير زيادة التجارة وتدفقات رؤوس الأموال. واستخدمت بعض المصارف العربية وعلى الأخص مصارف الخليج كأقنية لتحويل الأموال الفائضة إلى المراكز المالية الدولية، علماً أن دورها في إعادة التدوير ظل محدوداً. وقد أتى التجاوب مع المحيط الدولي المتغير بطريقة محددة تماماً: **المصارف المشتركة العربية ـ الغربية** التي ظن العرب أنها الجواب على التحديات المتزايدة. ورأى العرب في صيغة المصارف المشتركة فرصة للحصول على

دور أكبر في تمويل التجارة الناشطة والتحكم بتدفقات الاستثمار وإعادة توجيه فائض السيولة نظراً لضعف قاعدة زبائن المصارف العربية في الأسواق الدولية من جهة، ونظراً للإطار المؤسسي الناظم للصناعة المصرفية العالمية من جهة ثانية والذي كان من الممكن أن يعرضهم لبعض المخاطر. واعتبر الوصول إلى التقنيات المالية الغربية وإلى المعرفة العملية ميزة إضافية. ووفرت هذه الصيغة للشركاء الغربيين مدخلاً ثميناً إلى الأسواق العربية ومنفذاً لشبكة من العلاقات الاقليمية ذات قاعدة صلبة. ومع استثناءات قليلة، يمكن القول بأن هذه التجربة التي بدت في وقت من الأوقات كأفضل صيغة لم تأت على مستوى التوقعات. فقد ساء الشركاء العرب والغربيون على حد سواء عجز هذه المؤسسات عن اجتذاب تدفقات من الأموال النفطية بوتيرة مستقرة وبحجم هام. وارتفعت من الجانب العربي أصوات تشير إلى أن الاعتماد على المصارف الغربية كان كبيراً وإلى أن انتقال الخبرة والتقنيات ظل عملية بطيئة. على كل، ساد شعور عام بأن المؤسسات المالية المشتركة عجزت عن القيام بأي دور هام في تعزيز النمو الاقتصادي العربي وخاصة في البلدان العربية الأقل نمواً. فاتجه عندها المساهمون العرب إلى استيعاب شركائهم الغربيين.

وتميز منعطف عقد الثمانينات بمرحلة جديدة من الانتشار الدولي للمصارف العربية. إذ بدأ، عندها، عدد متزايد من المصارف العربية المتكاملة الخدمات والمتطلعة إلى موقع قدم في المراكز المالية الرئيسية بتأسيس مكاتب لها في الخارج. وقد تميزت هذه المرحلة بذهنية القطيع الذي توقع مراعي دائمة الخضرة أي فورة نفطية مستمرة. ولم تجر في معظم الحالات دراسات للجدوى تبين مواقع الضعف والقوة. فأتى التوسع كردة فعل على الأحداث أكثر منه كنتيجة لتخطيط مدروس، وتجسدت عملية الانتشار الدولي بأشكال وبنى متعددة بتعدد الأهداف المحددة التي كان يسعى إلى تحقيقها كل مصرف على حدة، وذلك بتأسيس فروع خارجية، أو بمكاتب تمثيل، أو بشراء أسهم في مؤسسات مالية موجودة، وبينما أسست بعض المصارف شركات تابعة لانجاز أعمالها في الأسواق الخارجية، عملت مصارف أخرى على تأسيس شركات قابضة في بلدان كاللوكسمبورغ وغيرها وذلك تخفيفاً لعبء الضرائب. ولعب التاريخ والجغرافيا ـ أي الروابط الاقتصادية والثقافية ـ دوراً أساسياً في اختيار الموقع الجغرافي للانتشار ما وراء البحار. وليس مفاجئاً أن

تأتي أوروبا وخاصة المملكة المتحدة في الدرجة الأولى من التفضيل. وأصبحت لندن التي اجتذبت كل فئات المصارف العربية المتطلعة إلى حضور دولي أكبر مركز لتمركز المصارف العربية. وشكلت عملية تثبيت الشبكة العالمية للجيل الأول في أوروبا الغربية القريبة من العالم العربي منطلقاً في مرحلة لاحقة لتوسع أبعد باتجاه أميركا الشمالية غرباً، وشرقاً باتجاه منطقة الباسفيك، وحتى بلدان الجنوب انعكاساً للرغبة في تقوية التعاون بين الأمم النامية.

وبالنسبة لتطور **نشاط المصارف العربية في ميدان التمويل الدولي** خلال هذه المراحلة، فإن المعطيات الرقمية المتوفرة للفترة ١٩٧٨ ـ ١٩٨٦ تشير إلى أن هذه المصارف قد دخلت في النشاط الاقراضي الدولي بثقل على أثر ارتفاع أسعار النفط، وقد بلغ الاتجاه ذروته عامي ١٩٨١ و١٩٨٢، ثم هبط تدريجياً بعد ذلك ليعود إلى مستويات عام ١٩٨٠. وبين الجدول التالي هذا التطور مشيراً إلى المبالغ السنوية المقروضة بشكل جماعي في الأسواق الدولية بقيادة مصارف عربية.

الجدول (١):

تطور القروض الدولية المطروحة في الأسواق الدولية بقيادة مصارف عربية:

العام	١٩٧٨	١٩٧٩	١٩٨٠	١٩٨١	١٩٨٢	١٩٨٣	١٩٨٤	١٩٨٥	١٩٨٦
المبلغ: (بليون دولار)	٢٫٣	٢٫٥	٣٫٦	٩٫١	٩٫٨	٧٫٠	٥٫٧	٤٫٤	٣٫٣
نسبة التغيير: (٪)	ـ	٨٫٧	٣٦	١٥٣	٧٫٧	٢٨٫٦ـ	١٨٫٦ـ	٢٣ـ	٢٥ـ

المصدر: MESS، ١٦ شباط/ فبراير ١٩٨٧.

مما لا شك فيه أن نشاط المصارف في الاقراض الدولي قد هبط ليس فقط بسبب شح الموارد النفطية، بل أيضاً نتيجة الصدمة التي أصابت سوق القروض إلى العالم النامي بعد توقف دول أميركا اللاتينية الرئيسية عن خدمة ديونها الخارجية عام ١٩٨٢. ولكن يلاحظ أن وتيرة الهبوط لم تكن سريعة في أوائل الأزمة، فالنشاط الاقراضي العربي لم يتراجع عام ١٩٨٢ بل زاد وإن بشكل هامشي، بينما أصيب النشاط الاقراضي الدولي بالجمود في هذا العام بالذات. أما النشاط الاقراضي العربي فإنه أخذ بالهبوط بشكل متواصل عام ١٩٨٣ وبعده، واستمر في التدني

بسبب الظروف الخاصة بالمنطقة العربية، وذلك بالرغم من عودة النشاط الدولي الاقراضي إلى التحسن بعد أزمة ١٩٨٢ كما هو مبين في الجدول التالي:

الجدول (٢):

تطور القروض الممنوحة بقيادة دولية وعربية:

العام	١٩٧٨	١٩٧٩	١٩٨٠	١٩٨١	١٩٨٢	١٩٨٣	١٩٨٤	١٩٨٥	١٩٨٦
أ ـ مجموعة القروض المصرفية الممنوحة دولياً: (ببلايين الدولارات):	٧٠,٢	٨٢,٨	٧٧,٤	١٣٣,٤	٨٤,٩	٧٣,٩	١٢٥,٩	١١٧	٩١,٢
ب ـ القروض بقيادة عربية: (ببلايين الدولارات)	٢,٣	٢,٥	٣,٦	٩,١	٩,٨	٧,٠	٥,٧	٤,٤	٣,٣
نسبة ب/أ (٪)	٣,٣	٣	٤,٧	٦,٨	١١,٥	٩,٥	٤,٥	٣,٨	٣,٦

المصدر: World Financial Market, January 84 & 87.

إن عالم التمويل الدولي الآن على أعتاب حقبة جديدة تختلف، من وجوه عدة، اختلافاً جوهرياً عما عرفناه حتى الآن. **فكيف يتسنى لمؤسسات التمويل العربية أن تتكيف بنجاح مع هذه الظروف المستجدة** التي لا تخلو من قدر كبير من الخطورة على المؤسسات المالية الناشئة التي ما زالت «لينة العظام» مثل المؤسسات المالية العربية في السوق الدولية؟

وبادىء ذي بدء، دعونا نكرر ماهية **السمات الأساسية لعالم التمويل الدولي الجديد** الذي يتعين علينا أن نعمل وننجح في خضمه العاصف:

السمة الأولى: **«عالمية» الأسواق المالية** (Globalization of Markets) بحيث غدا العالم كله بمثابة سوق مالية واحدة وساحة مالية واحدة تتنافس فيها الحيتان المالية، ويكون فيها البقاء للأقوى ولا نقول للأصلح، وربما وفق شريعة الغاب الأولى في بعض الأحيان.

السمة الثانية: **«تحرير» تدفق الأموال والاستثمارات** على أنواعها

(Deregulation) وهذا يعني سقوط فكرة الأسواق المالية «المحمية» كما عرفناها حتى الآن.

السمة الثالثة: «**توريق» المعاملات المالية وتحديداً القروض المصرفية** (Securitization). ومما يساهم في تعميق هذه الظاهرة تزايد أعداد وأنواع المؤسسات المالية والمصرفية التي أخذت تنشط في مجال **الصيرفة الاستثمارية** (Investment Banks)، **والصيرفة الشاملة** (Universal Banks)، **وصناديق الاستثمار المشترك** (Investment Funds)، **ومؤسسات السوبر ماركت المالي** (Financial Supermarkets) وغيرها.

وعواقب هذه التطورات الجوهرية التي أخذ يشهدها عالم التمويل الدولي، بصورة ملحوظة ومتسارعة، لن تقتصر على عالم المال والتمويل، بل هي ذات أبعاد اقتصادية واجتماعية يطول فيها الحديث ويتشعب. وهي لا تخلو من الخطورة بالنسبة لمصالحنا العربية، وعلى أكثر من صعيد.

فقد أصبح واضحاً أن قدرة بلدان العالم على استقطاب الموارد المختلفة للتنمية بأشكالها المختلفة، من المدخرات الوطنية والاستثمارات الأجنبية، تستند بدورها إلى عنصرين أساسيين هما، **حسن إدارة الاقتصاد وتحديث الأسواق المالية**.

ولعله من حسن الطالع أن السلطات العربية أدركت أهمية مواجهة مثل هذه المتطلبات، حيث قامت خلال السنوات الأولى من فترة التسعينات بتدشين **برامج للاصلاح الاقتصادي والمصرفي** ركزت فيها على تفعيل دور اقتصاد السوق المرتكز إلى قوى السوق والمبادرة الخاصة، وتنظيم وتطوير أسواق رأس المال، وتحويل أجزاء واسعة من القطاع العام إلى القطاع الخاص، ودعم إجراءات تشجيع مناخ الاستثمار، ومواكبة مقررات لجنة بازل في مجالي الرقابة المصرفية والملاءة المالية.....

ومما لا شك فيه أن الغالبية العظمى من الأقطار العربية تواجه الآن أو ستواجه في السنوات المقبلة ثغرة تمويلية هائلة لتأمين المبالغ الضرورية للاعمار، وخطط التنمية العديدة، وسد العجوزات في الموازين التجارية، ومواجهة العجوزات السنوية في الموازنات العامة، وتمويل احتياجات القطاع الخاص لممارسة أدواره

المرجوة، بالإضافة إلى ضرورات خدمة الديون القائمة بمستوياتها العالية الحالية.

وأمام ذلك الطلب التمويلي، نواجه الآن **تنافساً حاداً على الاقتراض الدولي** من مناطق عديدة من العالم بالإضافة إلى ظاهرة انسحاب المصارف التجارية الغربية من المنطقة العربية وتدني معدلات اقراضها التجاري لها، بالإضافة إلى تراجع عام لبعض الملاءات المالية للدول العربية المقترضة، وتقلص معدلات الاقراض الدولي بأشكاله المختلفة للمنطقة خاصة مع تصنيف لجنة بازل للمنطقة العربية (باستثناء السعودية) في عداد المناطق ذات المخاطر الائتمانية المرتفعة، وتقلص موارد الحكومات العربية من موارد النفط.

لقد آن الأوان لوضع **خطط استراتيجية متطورة لمواجهة هذه الثغرة التمويلية**، تتصف بالواقعية والجذرية، وتستند إلى تنسيق الأدوار المفترض أن تلعبها كل من:

١ ـ **الحكومات العربية**، من خلال اتباعها سياسات تهدف إلى الاصلاح الاقتصادي العام، وعلى رأسه الاصلاح المالي.

٢ ـ **المؤسسات المالية العربية**: من خلال توجهاتها العامة لا سيما تلك الرامية إلى تقديم الخدمات والأدوات الضرورية التي يمكن أن ترفد بها الأسواق المالية العربية. والمحصلة النهائية لذلك هو ظهور طيف من الأوراق المالية القادرة على تحويل الطلب العربي «الكامن» على رؤوس الأموال إلى طلب «حقيقي»، ويمكن لها بالتالي أن تغري المستثمر العربي وغير العربي لاقتنائها أسوة بالأوراق المالية المتوافرة على المستوى الدولي.

ومن الأسئلة المطروحة في هذا الصدد: **كيف يمكن للمصارف العربية أن تلعب دوراً متميزاً في هذا الاطار؟**

في الحقيقة سيستحيل على المصارف العربية أن تتولى سد «الثغرة التمويلية» بمفردها، لكن سيتعين عليها أن تظهر مزيداً من **الابتكار في إدارة التدفقات المالية لصالح الوطن العربي**، وذلك من خلال مزج عملياتها ما بين الاقراض المصرفي التقليدي والتمويل التنموي المتضمن عنصر «الاعانة» بالإضافة إلى التمويل الذي يستند إلى الأوراق المالية من سندات وأسهم عادية وما إلى ذلك.

وفي هذا المجال نتوقع الأمور التالية:

١ ـ **أن تتولى المصارف العربية التجارية التوسع في اقراضها من خارج الموازنات العامة**، وذلك من خلال «توريق» جزء هام من تمويلاتها للحكومات والمؤسسات الخاصة العربية. وسيساعد على ذلك أن العديد من الحكومات العربية شرعت أساساً في تنفيذ برامج جادة لتحويل ملكية عدد من المؤسسات العامة إلى القطاع الخاص، وبتبني سياسات أكثر ليبرالية في هذا الخصوص، وكذلك تحرير القيود الخاصة بالأسواق المالية المحلية والعمل على تحديثها بالسرعة الممكنة. ومن أهم ما شاهدناه مؤخراً في هذا المجال كان ظهور **سوق الاقراض الحكومي** من خلال أوراق الدين العام، مثل أذونات وسندات الخزانة (Government Securities)، وهو بلا شك مدخل هام لظهور صناعة الأوراق والخدمات المالية في الوطن العربي. إن مجالات التعاون المصرفي العربي في هذا المجال رحبة ومربحة، وخاصة في مجال المشاركة في **تعهدات الاصدارات الجديدة** (New Issues) **وترويج الاكتتابات** (Underwriting) على مستوى قيادة العمليات الأولية، وتوزيعها على مديري الاصدارات ومجموعات البيع من البنوك ومؤسسات التمويل العربية الأخرى.

٢ ـ **لا بد وأن يزداد نشاط المصارف العربية في التمويل غير الاقراضي**، وذلك من خلال إدارة الاصدارات بالأسهم وحصص التملك للشركات وتطوير عمليات البورصات العربية. ومن المتوقع أن يتطور ذلك بدرجات أسرع خاصة إذا تم تطوير مفهوم الاستثمار في الأسهم المحلية باتجاه تكوين «**صناديق الاستثمار**» الخاصة بذلك، على المستوى المحلي والاقليمي والدولي (Country Funds).

٣ ـ **لا بد للمصارف العربية التجارية من أن تزيد وتوثق تعاونها مع صناديق التنمية العربية** مثل الصندوق العربي للانماء الاقتصادي والاجتماعي، وصندوق النقد العربي، والصندوق الكويتي للتنمية الاقتصادية وصندوق أبو ظبي للتنمية. . . إلخ. وتجب الملاحظة هنا أن مؤسسات التمويل الميسر هذه، تملك قاعدة رأسمالية كبيرة، ولم تقترض حتى الآن على شكل سندات متوسطة وطويلة الأجل، الأمر الذي يعطيها أعلى الرتب المالية فيما لو ولجت أسواق الدين الدولي مقترضة. وفي

الحقيقة إن أغلب هذه المؤسسات تسمح لها قوانينها الخاصة بأن تقترض من الأسواق بما يوازي ضعفي رأسمالها. وهذا يمكن مؤسسات العون العربي من **إصدار سندات دين خاصة بها**، يتم ترويجها عبر المصارف التجارية والاستثمارية العربية على المستثمرين من الوطن العربي وخارجه، وعلى الأفراد والمؤسسات. وبعد ذلك ـ وقد تضاعفت القوة الاقراضية لمؤسسات العون العربي ـ يمكن لها أن تعيد الاقراض بشروط مناسبة للقطاعات العربية ذات العجز التمويلي وغير القادرة على الاقتراض بالمعيار التجاري بشكل مباشر.

كذلك فإنه بإمكان المصارف التجارية العربية اللجوء إلى **أسلوب التمويل المشترك** (Co - Financing) بالتعاون مع صناديق الانماء العربي، ويتم ذلك بأن تأخذ على عاتقها الجزء التجاري والأقصر أجلاً والمقبول بمعايير الأسواق الخاصة.

إن التطورات الجوهرية التي أخذت تسود عالم التمويل الدولي الجديد لها أثر فعال ومباشر على أسواق الأوراق المالية والمصارف العربية وإداراتها في عملياتها واقتصادياتها ومستقبلها.

لقد أضحت بورصات العالم تمثل اليوم، وفي المستقبل، الأسلوب التمويلي الأسلم (بالقياس إلى التمويل الاقراضي الذي ساد في الثمانينات وما أفرزه من نتائج سلبية) وكذلك الوعاء الأشمل لتعاون المؤسسات العربية المالية على المستوى القطري والاقليمي والدولي، وهو الأمر الذي يجعلنا على قناعة تامة بأن عقد التسعينات سيكون عقد بورصات الأسهم العربية.

وفي هذا الخصوص لا بد من أن نشير إلى أنه في السنوات الأخيرة **شهدت بعض الأقطار العربية تطورات هامة في صناعتها المالية**، لعل أهمها:

١ ـ التوجه الواضح لبعض الأقطار العربية إلى إعطاء هيكل أسعار الفوائد وأسعار صرف عملاتها مزيداً من **المرونة**.

٢ ـ المزيد من **ربط وتكامل الأسواق المالية العربية** على مستوى كل من التدفقات المالية الاقراضية، ولأغراض الاستثمارات المباشرة على شكل حصص وأسهم.

٣ ـ **الاعتماد على دور القطاع الخاص في إدارة الاقتصادات الوطنية.**

٤ ـ **اعتماد تشريعات أكثر تقدمية** عن ذي قبل في مجال تنظيم بورصات الأسهم وتحديثها والاتجار بمفرداتها من الأوراق المالية المختلفة وتطوير مستويات الافصاح المالي.

٥ ـ **نمو العديد من المؤسسات المالية المختصة بتقديم خدمات مالية متطورة** على المستوى القطري والاقليمي، مثل «شركة الخدمات المالية العربية» في البحرين في حقل إصدار الشيكات السياحية ووسائل المدفوعات الشخصية. وكذلك نشوء العديد من المؤسسات المتخصصة بالخدمات المالية (غير المصرفية) كالشركات صانعة الأسواق (Market Makers) وبيوتات السمسرة ومكاتب النصح المالي وتقديم المشورة وإلى غير ذلك.

٦ ـ **الترخيص لمصارف المعاملات الخارجية** (مصارف الأفشور) في عدد من أقطار العالم العربي كالبحرين وتونس ومصر والامارات العربية المتحدة، وتطوير دور الرقابة عليها من قبل المؤسسات المعنية.

ويقينا أن حظيرة الأمان لمستقبل المصارف العربية، في هذا العصر المحموم، هي أن تركز، بنجاح، نشاطاتها في المرحلة القادمة على **تطوير إصدارات الأوراق المالية لحساب الجهات العربية** التي تحتاجها، بحيث تتحول سوق المال الدولية إلى معابر وقنوات تحويل للأموال العربية من المصادر العربية المدخرة إلى الجهات العربية التي تحتاج هذه الاستثمارات. والامتحان الحاسم الذي تواجهه المصارف والمؤسسات المالية العربية، الآن وفي المستقبل، هو في إظهار **القدرة على الابتكار والابداع في تطوير الصيغ المناسبة من إصدارات الأوراق المالية**، وغيرها من أشكال التمويل بما فيها **التمويلات الإسلامية**، التي تتلاءم مع احتياجات الجهات العربية المعنية وتلبيتها على الوجه الأمثل، وليس الاكتفاء بمجرد التقليد الحرفي «الببغائي» للصيغ والمفردات السائدة في الأسواق الغربية. ومن الأمثلة الحية على ذلك السندات المقومة بالدينار الكويتي (Euro - Kuwaiti Dinar Bonds) لصالح العديد من المقترضين العرب من الجزائر وتونس والمغرب، والتي كانت مدرجة في اللوكسمبورغ ولندن. وكذلك سندات الخزينة بالدولار الأميركي التي أصدرتها

مؤخراً الحكومة اللبنانية للمستثمرين الخارجيين وبقيمة تصل إلى ٤٠٠ مليون دولار.

إن مواجهة الثغرة التمويلية المقبلة من خلال تعاون المصارف التجارية والمؤسسات الانمائية والحكومات العربية والأسواق المالية الخاصة بالسندات والأسهم والقروض المحلية والاقليمية والدولية، لا بد أن يساهم في سد جزء من احتياجات العالم العربي للتمويل الأطول أجلاً. ولا بد للابداع المالي ووضع الاستراتيجيات المناسبة لتنسيق وتوزيع الأدوار المناطة بمؤسسات التمويل العربية المختلفة، أن يؤدي في نهاية المطاف إلى خلق **«صناعة مالية» عربية قوية**.

المبحث الثاني:

الخلفية العلمية والعملية للتوريق

الدكتور خالد أمين عبد الله
وزير التخطيط الأردني ـ سابقاً

أولاً: مفهوم التوريق وماهيته Definition

يعني مصطلح أو لفظ التوريق أو التسنيد Securitization في أبسط صوره «الحصول على الأموال بالاستناد إلى الديون المصرفية القائمة وذلك عن طريق خلق أصول مالية جديدة». وبعبارة أخرى فإن مصطلح «التوريق» يعني تحويل الموجودات المالية من المقرض الأصلي إلى الآخرين، والذي يتم غالباً من خلال «الشركات المالية» أو «الشركات ذات الأعراض الخاصة» Special Purpose Companies.

ويستوجب توريق الديون قيام البنك المعني بطرح أوراق مالية securities مقابل مجموعة من الديون التي لديه والمدرة للدخل كالديون بضمان رهونات على اختلاف أنواعها (عقار، سيارات، آلات، مصانع، الخ). وعند قيام المقترضين (المدينين) بسداد هذه الديون مع فوائدها، فإن حاملي هذه الأوراق يتمتعون بالتدفقات النقدية الناتجة عن السداد؛ وهكذا يتم تحويل القروض المصرفية إلى أوراق مالية قابلة للتداول Marketable Securities، ويقوم المصرف المعني من جانبه باسترداد الأموال الناتجة عن بيع هذه الأوراق بالبورصة بحيث يتم عادة استخدامها بمنح قروض جديدة وتوظيفات أخرى مشابهة؛ وهكذا يعمل التوريق على تحويل القروض من أصول غير سائلة إلى أصول سائلة.

كذلك قد يتم التوريق من خلال قيام المقرضين الأصليين في القروض المشتركة Syndicated Loans ذات المبالغ الكبيرة بتحويل هذه القروض إلى أصول مالية سائلة عن طريق بيعهم لحصصهم في القرض المعني في السوق الثانويَة دون الرجوع إلى المقترض. وفي هذا كله تحقيق عملي لمعنى «التوريق» أساساً وهو تحويل الديون من المقرض الأساسي إلى مقرضين آخرين والذي يتم عادة، وكما سبق وأسلفنا، عن طريق شركات ذات أغراض خاصة أو مصارف متمرسة في هذا العمل.

إن مفهوم «التوريق» ليس جديداً البتة، إذ مارسه البعض من خلال تسنيد الذمم المدينة والقروض، وخصمها لدى القطاع المصرفي، كما أنه من المعروف في الماضي قيام البائع (الذي سبق أن باع الموجودات على أساس اتفاقيات الايجار والشراء اللاحق (Hire - Purchase Agreements) بخصم هذه الاتفاقيات بالجملة لدى مؤسسة مالية، وبهذا يتم تجميع الذمم المدينة وتحويلها للشركات المالية ذات الأغراض الخاصة مع ما يصاحب ذلك من حقوق على موجودات غير قابلة للتداول، وإنما مضمونة بالذمم المدينة. وتتمتع الجهة التي قامت بالتحويل Transferer بالقدرة على تحقيق الفارق Spread الموجب والمتمثل بزيادة سعر الفائدة المدفوع على أوراق القروض عن مثيله المكتسب من المقترضين الأساسيين.

ثانياً: منافع التوريق ومبرراته وآفاقه

Advantages, Justification & Scope

للتوريق منافع عدة، نذكر منها ما يلي:

أولاً: خفض مخاطرة التمويل: فالتوريق يعزل هذه المخاطرة عن غيرها حيث يستطيع الممولون Financiers شراء مجموعة من الذمم المدينة الناشئة في قطاع معين للبيع بالتجزئة، كتلك الناشئة عن تمويل طراز (موديل) أو ماركة معينة من السيارات مثلاً. ومن أوضح الأمثلة على ذلك ما قامت به شركة جنرال الكتريك General Electic عام ١٩٩٠ حيث دخلت سوق تمويل السيارات في المملكة المتحدة بشرائها الذمم المدينة الناشئة عن بيع السيارات من قبل شركة Mercantile Credit.

ثانياً: خفض تكلفة الاقتراض: فالتوريق يوفر تمويلاً أقل كلفة وبالتالي مردوداً أعلى قياساً بطرق التمويل التقليدية، وأوضح مثال على ذلك قيام شركة UBS البريطانية بإصدار أوراق قروض معومة بمبلغ ١٨٠ مليون جنيه لمدة خمس سنوات بضمان ايجارات طويلة الأجل قدمتها شركة Leyland - Daf.

ثالثاً: تفكك الوساطة المالية التقليدية Disintermediation وتقلص دورها بالنسبة للمقرضين كمصدر للتمويل إذ انتقلت هذه من أيدي المؤسسات المالية

الكبيرة إلى تلك التي تستثمر الأموال مباشرة لصالح الجمهور وحسابه مثل صناديق الاستثمار المشترك Mutual Funds علاوة على قيام المقترضين بالتوجه باصداراتهم مباشرة إلى السوق دون اللجوء إلى الوساطة المالية التقليدية من خلال المؤسسات المصرفية وبنوك الأعمال وغيرها.

رابعاً: تمكين المؤسسات المالية التي تحتاج إلى رؤوس أموال عاملة أو مقابلة شروط كفاية (ملاءة) رأس المال التي تفرضها المصارف المركزية من تحقيق ذلك بتوريق ديونها ونقل درجة مخاطرتها إلى مستويات أقل، مع توفير السيولة.

خامساً: مقابلة حاجة المؤسسات المالية والشركات لتحسين ميزانياتها العمومية وربحيتها: ويعود ذلك بسبب كون عمليات بيع الديون والتوسع في العمليات خارج الميزانية (أي تلك العمليات التي لا تؤثر مباشرة على البنود داخل الميزانية) تحقق لهذه المؤسسات والشركات ربحية أعلى من الأنشطة العادية علاوة على أنها لا تحتاج من الناحية العملية إلى زيادة في مصادر التمويل. كذلك فإن التوريق يتيح للبنوك والمؤسسات المالية المختلفة إمكانية منح القروض ثم تحريكها واستبعادها من ميزانياتها العمومية خلال فترة قصيرة وبالتالي يخلصها من الحاجة إلى تكوين مخصصات للديون المشكوك في تحصيلها.

سادساً: مسايرة التبدل الجذري الحاصل منذ الثمانينات في أسلوب التمويل في أسواق المال العالمية: فقد تم التحول من صيغة القرض المصرفي إلى صيغة الأوراق المالية لا سيما السندات، وهكذا أصبحت القروض المصرفية مجرد «تمويلات جسرية» Bridging Finance مؤقتة إلى حين تسمح ظروف السوق للمقترض من تأمين احتياجاته التمويلية عبر السندات الدولية. ومما ساهم بشكل رئيسي في هذا التحول في أسلوب التمويل الدولي تفجر أزمة المديونية الخارجية العالمية عام ١٩٨٢ في معظم دول العالم الثالث، وتداعي دول العالم إلى تدارس الحلول الملائمة لمشكلة المديونية هذه، والتي كان من أهمها ما جاءت به «خطة برادي» التي اقترحت تحويل الديون الخارجية إلى سندات Debt Securitization والتي أدت إلى قيام المكسيك بمبادلة القسم الأكبر من ديونها بسندات لمدة ٣٠ سنة ضمنتها الخزينة الأميركية عن طريق إصدار سندات بدون كوبونات (فوائد) لصالح المكسيك، وقام بتمويل هذه

العملية كل من صندوق النقد الدولي IMF والبنك الدولي World Bank، وذلك مقابل قيام المكسيك بتنفيذ برنامج إصلاح اقتصادي متفق عليه. وللتدليل على النمو القوي والمتسارع لأسواق السندات الدولية بالمقارنة مع القروض المشتركة أو المجمعة Syndicated Loans تشير الأرقام المتوفرة إلى أن قيمة السندات الأوروبية Euro - Bonds بلغت في نهاية عام ١٩٩٣ أكثر من ٥٠٠ مليار دولار بالمقارنة مع القروض المشتركة Euro - Credit التي لم تتجاوز ١٠٠ مليار دولار. وتشير التقديرات إلى أن السنوات المقبلة ستشهد حلول آجال سندات الدين الأوروبية هذه بمعدل ٢٠٠ مليار دولار سنوياً، مما يقود بالتالي إلى إصدارات جديدة حيث يتم غالباً إعادة تمويل هذه السندات التي تحل آجالها في نفس السوق وبنفس الطريقة.

سابعاً: مقابلة توجه العديد من الدول إلى «تخصيص» Privatization أجزاء واسعة من قطاعها العام: وفي هذا الإطار، ومن أجل توفير مصادر جديدة لتمويل هذه المشروعات، سمحت حكومات تلك الدول لمؤسساتها التي تعاني من عجز مالي مزمن، وترزح تحت عبء القروض، بتحويل تلك القروض إلى سندات دين يكتتب فيها الأفراد والمؤسسات، الأمر الذي قاد وسيقود في ضوء تسارع عمليات التخصيص إلى توسيع أسلوب «التوريق» كمصدر هام لتمويل المؤسسات والشركات.

ثامناً: إتاحة المجال أمام المؤسسات المالية متوسطة الحجم باستخدام التوريق بديلاً عن الحساب الجاري المدين، أو الحساب المكشوف Overdraft أو خط الائتمان Credit Line وبالتالي تخفيف الضغوط التي قد تنشأ عن تضييق الائتمان في إطار السياسات النقدية للمصارف المركزية.

أما **مبررات** التوريق، فبالإضافة إلى **المنافع** التي سبق بيانها، فإن تحويل الموجودات غير السائلة عملياً، والقروض الفردية الخطرة، إلى أوراق أعلى سيولة وأقل مخاطرة، أي «التوريق» استطاع جذب مجموعة متنوعة من المستثمرين المتطلعين إلى استغلال الفرص، وبذلك اتسع سوق الديون، فالمستثمرون يبحثون عن العوائد العالية وعن الأوراق ذات النوعية العالية المستندة للموجودات التي تحظى بالتقييم

الائتماني الجيد، وهو ما وفره التوريق بتقديمه إصدارات مبوبة على أنها ضمن الشرائح الائتمانية الممتازة (AAA) أو (AA) وذلك بسبب التنويع الكبير في محفظة القروض، ولأن مكاتب المعلومات الائتمانية تصر على توفير الحماية العالية للمستثمرين، وهكذا استطاعت Merrill Lynch بيع إصدار من الأوراق مستندة إلى رهونات عقارية تمتلكها مؤسسة أشهرت إفلاسها لأن الاصدار قد تمت حمايته بالضمانات والكفالات حتى غدا مبوباً على أنه من الشريحة الممتازة (AAA). كذلك فإن المصارف والمؤسسات المالية وشركات التأمين وغيرها تفضل «التوريق» لأنه يسمح لها بتقديم القروض وتحريكها بسرعة من ميزانياتها العمومية وبالتالي تخليصها من ضرورة الاحتفاظ بمخصصات الديون المشكوك في تحصيلها. كذلك يستفيد المقترضون من التوريق لأنه يوفر لهم مصادر أسرع للحصول على الأموال. ولا ننسى بالطبع أن الوسطاء في البورصات والأسواق المالية يرحبون بالتوريق حيث يحققون الأتعاب والرسوم مقابل قيامهم بالوساطات في عمليات «التوريق».

أما **آفاق** التوريق **وتحدياته** فنجد أنه في نفس الوقت الذي يتزايد فيه الحماس بالتوجه نحو التوريق، فإن تطوير سوق أوسع للعديد من القروض سيكون مهمة صعبة لأن معظم الموجودات المطروحة لدعم الأوراق لا تتمتع بخاصية التشابه، ويصعب التنبؤ بتوقعات تدفقاتها النقدية، وهو ما يفسر الاقبال على الأوراق التي قامت بتصميم تشكيلاتها مؤسسة Gimmie Mae والمنصبة على قروض العقارات التجارية، وجعلها تتمتع بالجاذبية لأن المقرضين يعملون بموجب إرشادات دقيقة من بينها نسب القروض إلى الموجودات، بينما نجد النقيض في توريق قروض المساكن حيث تطورت هذه ببطء شديد لأن معايير القروض تتفاوت كثيراً بين المقرضين. هذا كما يتخوف بعض المتعاملين في سوق «التوريق» من المخاطر غير المرتقبة لأنواع معينة من الموجودات إذ قد تتحول بعض الأوراق إلى حالة هي أقل سيولة من القروض التي قدمت لتمويل الموجودات ذاتها. ومن المخاوف أيضاً الخشية من أن المصارف سوف لا تقدم في المستقبل سوى القروض ذات الصفات المرغوبة Cookie Cutters التي يرون أنها لا تواجه صعوبات في حال توريقها مستقبلاً. وقد يقود هذا الاتجاه إلى حرمان العديد من المقترضين ممن يستطيعون الوفاء بالشروط الائتمانية العادية من الحصول على القروض، وهو بالتالي اتجاه غير

سليم لا يساعد على مقابلة احتياجات المجتمع أو الاقتصاد الوطني إلى الأموال. وقد تؤدي هذه التحديات إلى فتور في فورة التوريق في بعض الحالات، غير أن التطور المتسارع سوف يتواصل، وإن إثارة مثل هذه المخاوف والتحديات يجب أن يشكل حافزاً يدعو المؤسسات المعنية إلى التعمق في دراسة المتغيرات والتحديات والعمل على تفادي المشكلات والصعوبات متطلعة إلى الآفاق الأرحب للتوريق.

ثالثاً: البعد التشريعي والمحاسبي للتوريق:

يتمحور **البعد التشريعي** للتوريق في بيان الطبيعة القانونية للتحويل، وهنا لا بد من التذكير بأنه يمكن تحويل الموجودات بإحدى طرق ثلاث هي:

أولاً: استبدال الدين Novation: وهي الطريق الوحيدة التي يتم بموجبها التحويل الحقيقي لكل من الحقوق والالتزامات، لأنها تتضمن بالفعل استبدال الحقوق والالتزامات الأصلية بأخرى جديدة، كما أنها الآلية ذاتها التي تستعمل في بيع الذمم المدينة الناتجة عن البطاقات الائتمانية المخصصة لمخازن التجزئة. وتكمن الصعوبة الرئيسية في هذا الأسلوب في أنه يتطلب الموافقة المسبقة لكل الأطراف على القرض الأصلي، وهي مسألة معقدة خاصة إذا كانت القروض مجمعة Syndicated. كذلك فإن لقوانين حماية المستهلك الأثر على قدرة بائع الدين (المقرض الأصلي) والمشتري (المقرض اللاحق) تنفيذ العقد ضد المقترض (المستهلك) فمثلاً ينظم قانون الائتمان الاستهلاكي في المملكة المتحدة لسنة ١٩٧٤ الائتمان الممنوح بمبالغ تقل عن (١٥٠٠٠) جنيه استرليني إذ يتطلب الحصول على الترخيص المسبق وعلى نوع من الرقابة على المنشآت التجارية فيما يخص تجهيز البضائع على أساس الايجار والشراء اللاحق (Hire, or Hire - Purchase) فإذا لم يتم الوفاء بمتطلبات الترخيص فإنه لا يمكن للبائع (المقرض) تنفيذ الدين. ومن أجل تفادي الصعوبات العملية في الحصول على الموافقة المسبقة فإنه يتم صياغة القروض بشكل يساعد على التحويل Transfer حيث توافق الأطراف المعنية بموجب هذا الترتيب على إمكانية تحويل القرض كلياً أو جزئياً وذلك لتمكين المشترين من الاستفادة اللاحقة من خاصية التحويل.

هذا وإن استبدال الدين من وجهة نظر مصرف انجلترا يعتبر تحويلاً نظيفاً

Clean Transfer لأن مثل هذه الموجوات المحولة تعتبر مستثناة من نسبة الموجودات الخطرة Risk - Assets Ratio لدى البائع باعتبارها تصنف ضمن موجودات المشتري عوضاً عن ذلك. وتتمثل أهم صعوبة قانونية في «استبدال الدين» بالأسبقيات والقضايا التي تثار حول القيمة التي يحصل عليها المشتري واللازم تحديدها لتفادي أسبقيات الديون وعدم القدرة على تنفيذ مستحقاتها من الأجور بموجب قانون عدم الملاءة سنة ١٩٨٦.

ثانياً: التنازل Assignment: وهو الطريقة التي تستخدم في توريق الذمم المدينة الناشئة عن بيع السيارات وما شابهها، ويتم بموجبها التنازل عن الموجودات للدائنين بينما يواصل المؤجر Hirer في إطار عقد الإيجار والشراء - Hire Purchase دفع الأقساط إلى الممول الأصلي الذي يقوم بدوره إما بتحويلها إلى مشتري الذمم المدينة أو تسديدها ضمن سلسلة من الحوالات متفق عليها عند التعاقد على التوريق، ومقابل ذلك يقوم باسترداد المبالغ من المؤجرين. ويكون التنازل على نوعين: ضمن إشعار Notice يوجه إلى المقترض (المدين) أو عدم وجود إشعار ضمن عملية التنازل عن المديونية إلى الغير. وفي حال عدم وجود إشعار بالتنازل فإن هناك مخاطر إضافية لمشتري الدين أهمها استمرار وجود حساب لبائع الدين في الدفاتر واستمرار التسديد له ليقوم بدوره بالتسديد لمشتري الدين، وهي حال موجودة حتى لو تم إصدار إشعار لأن بائع الدين يبقى مسؤولاً أمام مشتري الدين فيما لو عجز المدين الأصلي عن التسديد.

ثالثاً: المشاركة الجزئية Sub - Participation: وهنا يتم بيع الذمم المدينة من قبل الدائن الأصلي إلى مصرف، أو إلى مصرف قائد Lead Bank متخصص بشراء الذمم المدينة وتمويلها Factoring، وهنا لا يتحمل بائع الدين أي مسؤولية فيما لو عجز المدين عن التسديد؛ ويتم عادة إشعار المقترض (المدين) بأن حسابه قد تم بيعه إلى المصرف وعليه التسديد له مباشرة. ونظراً لانعدام حق الرجوع Recourse فإن على مشتري الدين التأكد من الجدارة الائتمانية للمدين، وغالباً ما يعطى هذا الحق قبل إتمام عملية «البيع على الحساب» ذاتها، ولا بد أيضاً من تخصيص احتياطي لمواجهة حالات النكول (عدم الدفع) إذ أن مبلغ الديون المباعة يقل عن

قيمتها الدفترية بنسبة مئوية يتفق عليها عند التعاقد. وهناك بالطبع طرق أخرى لحماية مشتري الديون منها مثلاً حصوله على ضمانة عقارية أو حقوق إدارة الديون كوصي Trustee.

أما **البعد المحاسبي** للتوريق فتحكمه القواعد المحاسبية المعالجة في كل بلد معني، وهي مثلاً في بريطانيا تلك المقترحات التي أصدرتها هيئة المعايير المحاسبية Accounting Standards Board (ASB) بعنوان «مسودة الكشف المالي عن التعرض للمخاطرة» حيث يتم التأكيد على ماهية المعاملات، وشملت المسودة المحاسبة عن بيع الذمم المدينة، وتوريق الموجودات، وتحويل القروض، بالإضافة إلى «الحسابات خارج الميزانية». وقد عرفت المسودة **الموجودات** على أنها «الحقوق أو الامتيازات التي تتيح الحصول على المنافع الاقتصادية في المستقبل من قبل الوحدة ذات الذمة المالية المستقلة وذلك نتيجة المعاملات والأحداث الماضية». أما **المطلوبات** فقد عرفتها على أنها «التزامات الكيان أو الوحدة الاقتصادية لتحويل المنافع الاقتصادية للغير بسبب المعاملات والأحداث الماضية». ومن الدلائل على أن الوحدة تمتلك الموجودات كونها تتحمل المخاطر الناشئة عنها عند الحصول على المنافع الاقتصادية المستقبلية، وهكذا إذا ما قامت مؤسسة ما بتحويل ديون مستحقة لها إلى مؤسسة متخصصة بهذا النوع من التمويل Factoring مع كل ما يرتبط بذلك من مخاطر فإنها في هذه الحالة لا تمتلك الموجودات والمطلوبات الخاصة بالديون المحولة (المباعة)، وبالمقابل فإن المؤسسة المالية المشترية هي التي تظهر مثل هذه الموجودات والمطلوبات في ميزانياتها العمومية.

وهذا يعني أن التنازل تم **بالكامل**. أما إذا شملت عملية التنازل شروطاً أخرى تجعل بائع الديون على علاقة بالديون المباعة فإن التنازل يعتبر **غير كامل**، ومن الأمثلة على الارتباطات من هذا القبيل تلك الأجور المضافة والمفروضة من قبل الممول (المؤسسة المالية المشترية) إذا برهنت بعض الديون على أنها بطيئة أو صعبة التحصيل؛ وكذلك التزام بائع الديون بتقبل إعادة شراء بعضها في حال تعثره، أو دفع أجور إضافية إذا ما أعيد توريق الديون المباعة، وهنا لا بد من إظهار قيمة الديون كموجودات في الميزانية العمومية لبائعها في حين يتم تبويب المبالغ المقبوضة من المشتري على أنها مطلوبات وذلك لحين إتمام التسوية النهائية.

وهناك حالات تحدد فيها المخاطرة التي يتحملها مشتري الديون ضمن سقوف أو تتحول معظم الديون له وعلى مخاطرته بالكامل؛ وفي هذه الحالات يتم الافصاح عن طبيعة ما تحقق على جانبي الميزانية العمومية.

واستكمالاً للفائدة نورد فيما يلي شرحاً محاسبياً مفصلاً لكل من طريقتي تخصيص حسابات المدينين Assignment وبيعها Factoring كمثال حي على عملية توريق أو تسنيد الديون.

أولاً: تخصيص حسابات المدينين Assignment of Accounts Receivable:
وطبقاً لهذه الوسيلة تقترض المنشأة من المؤسسات المالية بضمان حسابات عملائها، ويتم ذلك بمنح المؤسسة المالية ورقة دفع تلزم المنشأة بسداد قيمة القرض من متحصلات حسابات عملائها الدورية (وهذا يعني أنه عندما تحصل المنشأة جزءاً من حسابات عملائها فإنها تستخدم هذه الحسابات تحت التحصيل للوفاء بجزء من القرض). وإذا لم تف المنشأة بهذا الالتزام يحق للمؤسسة المالية أن تتولى بنفسها عملية تحصيل حسابات العملاء لاستيفاء قيمة القرض. ويتم تنفيذ هذا الاجراء كالآتي:

أ. عقد اتفاق بين المنشأة والبنك يحتوي على الآتي:

١) قيمة القرض ومعدل الفائدة.

٢) أسماء العملاء الذين تم تخصيص حساباتهم لسداد القروض وقيمة دين كل منهم.

ب. يقوم البنك بتقييم حسابات هؤلاء العملاء ضامني القروض، وبناء على ذلك تقوم المنشأة بفصل هذه الحسابات من مجموع حسابات العملاء (ولهذا يسمى بتخصيص حسابات المدينين).

ج. تقوم المنشأة دورياً بتسديد جزء من قيمة القرض من المتحصلات النقدية لحسابات العملاء المخصصة.

مثال: قررت الشركة الدولية للأقمشة أن تقترض مبلغ ٥٠٠٠٠٠ دينار من بنك الانماء الصناعي وذلك في ٢/١/١٩٩٣ وتم الاتفاق على أن تخصص الشركة

الدولية حسابات عملاء تبلغ ٧٠٠٠٠٠ دينار لسداد كل من قيمة القرض والفوائد المستحقة على قيمة القرض الدفترية بمعدل ١٢٪ سنوياً. وقد حصلت الشركة الدولية مبلغ ١٥٠٠٠٠ دينار في شهر كانون الثاني (يناير) و٣٠٠٠٠٠ دينار في شهر شباط (فبراير) ومبلغ ٢٠٠٠٠٠ دينار في شهر آذار (مارس)، وقامت الشركة بسداد القرض على ثلاث دفعات كل منها في آخر الشهر. **المطلوب**: المعالجة المحاسبية لما سبق.

الحل:

أ. إثبات تخصيص حسابات العملاء وتحصيل قيمة القرض:

١ ـ ٧٠٠٠٠٠ من حـ/ الذمم المدينة المخصصة

٧٠٠٠٠٠ إلى حـ/ الذمم المدينة

٢ ـ ٥٠٠٠٠٠ من حـ/ النقدية

٥٠٠٠٠٠ إلى حـ/ أوراق الدفع

ب. إثبات تحصيل حسابات العملاء المخصصة والسداد الجزئي للقرض في شهر كانون الثاني:

١ ـ ١٥٠٠٠٠ من حـ/ النقدية

١٥٠٠٠٠ إلى حـ/ الذمم المدينة المخصصة

٢ ـ من مذكورين

١٤٥٠٠٠ حـ/ أوراق الدفع

٥٠٠٠ حـ/ مصروف الفوائد

(٥٠٠٠٠٠ × ١٢ × ١ × ١٢ × ١٠٠)

١٥٠٠٠٠ إلى حـ/ النقدية

ج. إثبات تحصيل حسابات العملاء المخصصة والسداد الجزئي للقرض في شهر شباط:

١ ـ ٣٠٠٠٠٠ من حـ/ النقدية

٣٠٠٠٠٠ إلى حـ/ الذمم المدينة المخصصة

٢ ـ من مذكورين

٢٩٦٤٥٠ حـ/ أوراق الدفع

٣٥٥٠ حـ/ مصروف الفوائد

[(٥٠٠٠٠٠-١٤٥٠٠٠) ١/١٢ × ١٢/١٠٠]

٣٠٠٠٠٠ إلى حـ/ النقدية

د. إثبات تحصيل حسابات العملاء المخصصة، وسداد رصيد القرض، وإقفال حسابات العملاء المخصصة في شهر آذار:

١ ـ ٢٠٠٠٠٠ من حـ/ النقدية

٢٠٠٠٠٠ إلى حـ/ الذمم المدينة المخصصة

٢ ـ من مذكورين

٥٨٥٥٠ حـ/ أوراق الدفع

٥٨٥ حـ/ مصروف الفوائد

[٥٠٠٠٠٠-١٤٥٠٠٠-٢٩٦٤٥٠) × ١/١٢ × ١٢/١٠٠]

٥٩١٣٥ إلى حـ/ النقدية

٣ ـ ٥٠٠٠٠ من حـ/ الذمم المدينة

٥٠٠٠٠ إلى حـ/ الذمم المدينة المخصصة

[٧٠٠٠٠٠ - ١٥٠٠٠٠ - ٣٠٠٠٠٠ - ٢٠٠٠٠٠]

* ومن المعلوم أنه يتم عرض حـ/ الذمم المدينة المخصصة كبند مستقل ضمن

الأصول المتداولة منفصلاً عن باقي حسابات الذمم المدينة ويكون ذلك على الوجه التالي:

قائمة المركز المالي

عن المدة المنتهية في ٣١/١/١٩٩٣

أصول متداولة:	
حسابات الذمم المدينة المخصصة	٥٥٠٠٠٠ دينار
ناقصاً: قيمة القرض الباقية	٣٥٥٠٠٠ دينار
ملكية حسابات الذمم المدينة المخصصة	١٩٥٠٠٠ دينار

أما الملحق الإيضاحي للميزانية بهذا الخصوص فيكون على النحو التالي:

* قامت الشركة في ١/١/١٩٩٣ بعقد اتفاق مع بنك الانماء الصناعي لتمويل احتياجات الشركة النقدية عن طريق قرض بورقة دفع وسعر فائدة ١٢٪، وقد استخدمت حسابات المدينين كتأمين لسداد هذا القرض.

ثانياً: بيع حسابات المدينين Factoring Accounts Receivable: وهنا نجد بعض البنوك أو بيوت التمويل التي تشتري حسابات العملاء من المنشآت مقابل رسوم تحدد طبقاً لدرجة جودة هذه الحسابات والمركز المالي لتلك المنشآت. وفي هذه الحالة تخطر المنشأة عملاءها لتسديد رصيد حساباتهم مباشرة لهذه البنوك أو بيوت التمويل. ومن المعتاد أن يفرض الممولون عمولة بنسبة تتراوح بين ٠,٧٥٪ إلى ١,٥٪ من صافي أرصدة حسابات المدينين التي تم شراؤها. ويتم تسجيل هذه المعاملة كالآتي في دفاتر البائع:

٤٦٠٠٠٠		من مذكورين حـ/ النقدية
٢٥٠٠٠		حـ/ مستحقات على شركات التمويل
١٥٠٠٠		حـ/ خسارة بيع حسابات الذمم المدينة
	٥٠٠٠٠٠	إلى حـ/ الذمم المدينة

ويمثل رصيد حـ/ المستحقات على شركات التمويل المبالغ التي تحتجزها شركات التمويل من قيمة حسابات الذمم المدينة المشتراة كتأمينات تستخدم لتعويض أي خسائر قد تواجهها مؤسسات التمويل ناتجة عن إعدام بعض حسابات المدينين (وهذه تمثل ٥٪ من صافي حسابات المدينين). أما إذا تم تحصيل جميع حسابات المدينين فيجب أن تلتزم مؤسسة التمويل برد هذا المبلغ لبائع الحسابات. ويمثل رصيد حـ/ خسارة بيع حسابات الذمم المدينة مقدار الأتعاب المدفوعة لشركة التمويل وهي تعادل ٣٪ من صافي قيمة الحسابات.

رابعاً: أنواع التوريق وطرقه Types & Procedures

إن المكون الأساسي لبرنامج التوريق هو الديون المولدة أو المدرة للدخل والذي يتيح للمستثمر الحصول على عائد مناسب لاستثماره، وهكذا فإن الديون التي يراد توريقها يجب أن تتمتع بدرجة من الجاذبية بالنسبة للمستثمرين. ويعتمد هذا على ضرورة توافق الدخل المتولد من الديون مع المدفوعات التي تسدد للمستثمر. ومن أهم المميزات اللازم توافرها في الديون المؤهلة للتوريق ما يلي:

١) التمتع بسجل تاريخي جيد يشهد بالانتظام في السداد مما يتطلب تحليل محفظة الديون للدائن الأصلي، وتحديد المدينين الذين يقومون بالوفاء بالتزاماتهم لدى الدائن الأصلي بانتظام، مما يثبت أنه ليس من المتوقع أن يعانوا من تعثر في السداد خلال فترة برنامج التوريق.

٢) تحقق دخل مستمر ومنتظم للديون طوال فترة البرنامج، ولذا يجب تحليل حركة الديون منذ نشأتها، ومعدل السداد المعجل، وكذلك التأخر في السداد إن وجد لكل منها.

أما الأشكال الرئيسية لعمليات التوريق (من خلال الشركات المالية ذات الأغراض الخاصة) (Special - Purpose Companies) فهي:

١ ـ القروض التجارية: ويعتبر لجوء الشركة ذات الغرض الخاص إلى القروض التجارية البسيطة أبسط الطرق التي تحصل من خلالها على التمويل اللازم لشراء الأصول (الديون) التي يتم توريقها، مع مراعاة تزامن جدول

السداد الخاص بالديون محل التوريق مع التزامات الدفع للمقرضين. ويمكن أن يتم ذلك من خلال ترتيبات قرض مشترك يحدد له غالباً سعر عائد ثابت، وطبقاً لهذه الترتيبات فإن سداد أصل القرض وفوائده تتوافق مع تلقي تسديدات الديون التي تم توريقها بحيث تستخدم حصيلة تسديدات الديون محل التوريق في سداد التزامات القرض التجاري.

٢ - إصدار سندات دين: وهنا تقوم الشركة ذات الغرض الخاص بإصدار سندات بقيمة تعادل قيمة الديون موضوع التوريق، وتستند إلى قوة تلك الديون وما يتوفر لها من ضمانات، وبحيث تستخدم حصيلة الاكتتاب في هذه السندات في شراء تلك الديون، ويراعى أن تتوافق تواريخ استحقاق السندات وعوائدها مع تواريخ استحقاق أقساط الديون وفوائدها، وبحيث تكفي متحصلات أقساط الديون وفوائدها لمواجهة سداد قيمة السندات وعوائدها عند حلول آجال استحقاقها.

وبوجه الاجمال، لا بد لأي برنامج للتوريق أن يضع في اعتباره التوافق بين مواعيد السداد للمستثمر النهائي وبين المتحصلات من تسديدات الديون التي يتم توريقها، وكذلك التوافق بين طريقة حساب الفائدة على الديون الأصلية، وطريقة حساب العائد على الأوراق المالية.

أما فيما يختص بطرق التوريق، فقد سبق وبيّنا أن ذلك يتم بواحدة من ثلاث طرق هي:

١ . استبدال الدين Novation: وهو الأسلوب الحقيقي لتحقيق عملية التوريق، ذلك لأنه يسمح باستبدال الحقوق والالتزامات الأصلية بأخرى جديدة، كما يستعمل في بيع الذمم المدينة الناشئة عن بطاقات الائتمان مثلاً، غير أن هذا الأسلوب يقتضي الحصول على موافقة جميع الأطراف ذات الصلة بالقرض على إمكانية تحويله كلياً أو جزئياً إلى ورقة مالية من أجل تمكين المشتري لاحقاً من الاستفادة من خاصية التحويل هذه.

٢ . التنازل Assignment: وهو التنازل عن الأصول لصالح الدائنين أو المقرضين، وهو شائع الاستخدام في توريق الذمم الناشئة عن بيع السيارات وفي

عقود الايجار والشراء Hire - Purchase. وفي عقدي الايجار والشراء يواصل المؤجر دفع الأقساط إلى الممول الأصلي الذي يقوم بدوره إما بتحويلها إلى مشتري الذمم المدينة أو تسديدها ضمن سلسلة من الحوالات متفق عليها عند التعاقد على التوريق، وبالمقابل يقوم باسترداد المبلغ من المؤجرين.

٣. المشاركة الجزئية Sub - Participation: ويتضمن هذا الأسلوب بيع الذمم المدينة من قبل الدائن الأصلي إلى مصرف متخصص بشراء الذمم وتمويلها Factoring ولا يتحمل بائع الدين بعدها أي مسؤولية فيما لو عجز المدين عن التسديد. وهنا يتوجب على مشتري الدين التأكد من الجدارة والأهلية الائتمانية للمدين على أن هناك طرقاً عدة لحماية هذا المشتري تتراوح بين حصوله على ضمانة عقارية، أو حقوق إدارة الدين كوصي عليها Trustee.

خامساً: تكنولوجيا التوريق Securitization Technology:

تقوم تكنولوجيا التوريق أساساً على الإبداعات المستمرة في هيكلة الموجودات وتبويب الشركات بما يساعد على التقييم من جهة والتمويل اللاحق من جهة أخرى، وبهدف تحقيق الدخل واستبعاد مخاطر الإفلاس.

١. تبويب الموجودات Assets Classification: ويعتمد على أساس تصنيف الموجودات إلى منخفض المخاطرة وعالي المخاطرة، وهو مقياس مستمر يقع في أحد طرفيه الموجودات ذات المخاطر العالية، وفي الطرف الآخر الموجودات ذات المخاطر المتدنية مما يشكل طيفاً Spectrum من المخاطر يحتاج إلى أساليب جديدة من التبويب الموضوعي. وكلما زاد تنوع الموجودات زادت الحاجة إلى تبويب المخاطر في شرائح بما يساعد على الوصول إلى نسب أفضل من القروض إلى الموجودات الأساسية التي تدعمها، فكلما انخفضت هذه النسب يمكن عندها توريق أي نوع من الموجودات.

٢. تبويب الشركات Corporations Classification: وهنا فإنه بالرغم من كون الشركات عموماً مبوبة من قبل الشركات الائتمانية وتلك المتخصصة بالمعلومات المالية إلا أن المطلوب هو تبويب موجوداتها من الداخل ضمن مجموعات تفي

بمتطلبات سوق التوريق، فهناك شركات متينة مالياً ولكنها تمتلك بعض الموجودات الضعيفة ضمن محفظتها، كما أن هناك شركات صغيرة وضعيفة ولكنها تمتلك موجودات ذات أسواق رائجة. ويتطلب التوريق الذهاب إلى أبعد من الأشكال القانونية للشركات، والدخول إلى تبويب موحد لموجوداتها سواء كانت شركات مالية أم عاملة في القطاعات غير المالية. ومن بين التبويب المقبول عالمياً ما يلي:

أ ـ بالنسبة للشركات غير المالية يكون تبويب الموجودات في أربع مجموعات رئيسية لأغراض التوريق هي: المخزون، والاستثمارات والنقدية، والذمم المدينة، والمباني والمعدات.

ب ـ بالنسبة للشركات المالية يأتي التبويب على النحو التالي: القروض الممنوحة للشركات والأفراد، والاستثمارات، والمباني والمعدات، والذمم المدينة الأخرى.

سادساً: المشكلات المطلوب تذليلها لتعزيز التوريق
:Problems To Overcome

إن ضمان استمرار صناعة التوريق بكفاءة يتطلب تذليل عدد من العقبات التي تعترض طريقها. ومن أهم هذه المشاكل كيفية تجميع وهيكلة الموجودات التي لا تتمتع بالتشابه في الطبيعة، وتلك التي لا تتيح إمكانات للتنبؤ بأوضاعها أو لا تشير إلى سجل مقبول من الخسائر.

وهنا لا بد من إيجاد التوازن من خلال المقارنة والمقابلة بين تكاليف تجميع وهيكلة الموجودات ذات البيانات المحدودة حول احتمالات خسائرها من جهة، وبين الحماية الإضافية اللازمة عندما لا تتمتع الموجودات بالمستوى المقبول من الجودة من جهة أخرى.

ومن الحلول الممكنة محاولة إيجاد أنماط جديدة من التمويل ذات نسب أعلى من حقوق الملكية، بالإضافة إلى جعل الموجودات المستخدمة في حقوق الغير (خارج التوريق) أي ذات الأولوية الثانية Subordination بنسب أعلى من السابق. وقد تكون هناك بسبب هذا كله حاجة لإيجاد هيكلة جديدة للموجودات القابلة للتوريق.

ولا بد من دراسة جميع هذه البدائل في إطار توسيع عمليات التوريق بحيث تشمل القروض المصرفية طويلة الأجل، ومخاطر الطرف المقابل في أسواق عقود المبادلات Swaps وسوق القروض الممنوحة لتمويل العقارات التجارية.

الخلاصة Conclusion :

لقد رأينا كيف أن المؤسسات والشركات وجدت أن بيع الموجودات والتمويل من خلال الفقرات خارج الميزانية يحققان ربحية أعلى بالإضافة إلى أنهما أسهل عملياً من زيادة التمويل المتلك، وهكذا أصبح التوريق حتمياً، واستجابت الأسواق المالية لذلك من خلال تحديث أو إعادة ابتداع نوع من التكنولوجيا كان سائداً في الماضي بأشكال متنوعة. فقد كان هناك في الأسواق المالية في الخمسينات نمط من التمويل (الإقراض) يستند إلى الشهادات التي تصدرها المستودعات العامة Warehouse Financing وما التوريق المعروف حالياً إلا الصيغة المعاصرة للنمط الأسبق لشهادات المستودعات المذكورة، فهي تنطلق جميعاً من مفهوم واحد هو عزل موجود معين وجعله يمول ذاتياً.

وبعد ظهور الأساليب الجديدة لتسهيل عملية منح الائتمان، تزايد فيض الأوراق المستندة للموجودات Asset - Based Securities (ABS). ففي عام ١٩٨٦ وهو العام الأول الذي شهد توريق مجمعات Pools من الذمم المدينة الناشئة عن البطاقات الائتمانية، بلغت الأوراق المستندة للموجودات (١٠) بليون دولار تم إصدارها للجمهور في السوق المالية، وارتفع الرقم إلى (١٦) بليون عام ١٩٨٨، وإلى (٥٠) بليون عام ١٩٩١ وإلى أكثر من ضعف المبلغ الأخير عام ١٩٩٢، وما زال السوق مملوءاً بالامكانات.

ويقدر الخبراء أن مجموع الأوراق المستندة للموجودات (التوريق) سيصل إلى ٨٠٠ بليون دولار في الولايات المتحدة الأمريكية وحدها في نهاية القرن الحالي. ويقولون أيضاً أن هناك ٨٠ تريليون دولار من الموجودات القابلة للتوريق لدى المصارف والشركات الأمريكية، وتمثل هذه الموجودات التي يتصف بعضها بأنه على مستوى عالٍ من الجدارة الائتمانية القاعدة التي سوف ينطلق منها مستقبل الأوراق المستندة للموجودات (ABS).

إن التسارع الذي لقيه التوريق خلال هذه الفترة يعود إلى وفرة الموجودات القابلة للتوريق والتي تتمتع بدرجة عالية من الجودة، وبسوابق جيدة من الأداء (الوفاء بالالتزامات) ضمن شرائح ونسب مقبولة من الخسائر. وإن كان التوريق قد شهد بداياته في مجال القروض الاستهلاكية والذمم المدينة الناشئة عن التعامل التجاري وبطاقات الائتمان إلاّ أن أنواعاً أخرى عديدة بدأت تدخل السوق مثل الأوراق الناشئة عن قروض السيارات حيث أعيد تجميعها وتوريقها من خلال البيع للجمهور؛ وكذلك الأوراق التي أصدرت مقابل القروض الممنوحة لتمليك الوحدات السكنية Home Equity Loans، وقروض شراء الوسائل السياحية والترفيهية كالسيارات والقوارب، والذمم الناشئة عن الايجارة طويلة الأجل Leases والقروض للطلبة، وغيرها.

ومن الملاحظ أن جميع الموجودات السائدة في التوريق حتى الآن امتازت ليس فقط بوفرتها، وإنما بالبيانات التاريخية المفصلة التي توضح قدرتها على الوفاء بالالتزامات، مع سجل من الخسائر المنخفضة، والتشابه في الطبيعة Homogeneous، مما يجعل مخاطر الانخفاض في القيم يبقى ضمن الحدود المقبولة.

وختاماً، يقول خبراء وول ستريت Wall Street إن السماء فقط هي السقف الذي يعلو التوريق إذ يمكن في الواقع توريق أي شيء أمامك لأن القيدين الوحيدين هما: القدرة على الإبداع، وعامل الزمن. ومن بين الأسواق الجديدة التي تثير الحماس في وول ستريت مجموعة الذمم الناشئة عن التجارة، والذمم المدينة الناشئة في المستشفيات، وإيجارات الحاسوب، والذمم المدينة المستحقة للشركات الأمريكية في كل من أوروبا واليابان، والذمم المدينة لدى المتعاملين بالسيارات. وقد يكون سوق العقارات التجارية أكبر هذه الأسواق وأكثرها تعقيداً، ولكن حتى الأسواق المتخصصة جداً تغص اليوم بأعداد متزايدة من المشترين مثل الأوراق المستندة لايجارات أجهزة التصوير (الاستنساخ) والرهونات العقارية المتعثرة في شرق الولايات المتحدة، وقروض مواقف السيارات، وقروض تمليك المساكن الموجودة لدى المؤسسات المفلسة والتي بيعت جميعاً إلى القطاع الخاص.

المبحث الثالث:

العوامل المؤثرة في التسنيد

الاستاذ سمير حمود
مدير الفروع
بنك البحر المتوسط/ لبنان

أولاً: العوامل المؤثرة في التسنيد:

أ ـ عامل السيولة/ إدارة الموجودات/ المطلوبات/ إدارة الفوائد.

ب ـ عامل السوق/ تجزئة الأسواق/ غياب الوساطة.

ثانياً: التسنيد:

أ ـ التعريف:

- عملية تحويل القروض غير السائلة إلى سندات متداولة.
- عملية فصل منح وإنشاء وخدمة الديون عن مصادر تمويل الديون.

ب ـ الأهداف:

- تحرير الرساميل لاستعمالات أخرى.
- تحسين الريعية على الأموال المستمرة والرساميل.
- توزيع المخاطر.
- تعدد مصادر السيولة.
- تخفيض مخاطر الفوائد.

ثالثاً: الأسواق الثانوية وحجمها:

- مقايضة الفوائد Swaps/ توحيد المستندات وإجراءات التمويل من قبل المؤسسة الدولية لوسطاء المقايضة (INTL Swap Dealer Association).
- الديون الممنوحة للدول المتخلفة LDC.
- الاحتياطات على ديون البرازيل ١٩٨٦.

- الحجم عام ١٩٩٠ ١٣٠ مليار دولار مقارنة مع ٥ مليار دولار عام ١٩٨٧.

- الرهونات Mortrages/ الأدوات MBS ١٩٧٠/ Pass Throughs ١٩٧٠ (١٢٠٠ مليار)/ CMO ١٩٨٠ المؤسسات العامة/ GNMA /F.H.L.M..

- أول إصدار دون ضمانة المؤسسات الحكومية عام ١٩٧٧ من قبل .B.O.A.

- Pass Throughs تستعمل ضمانات لأول إصدار عام ١٩٨٣ لـ (P.O. + I.O.).

- معنى الوساطة مقابل المتاجرة ـ متاجرة الاصدار ووساطة القائم.

أ ـ الوسيط المتعامل Broker Dealer ـ حمل مراكز/ القيود على حجم التعامل.

ب ـ الوسيط العميل Agent Broker/ الاكتفاء بالوساطة فقط.

رابعاً: Highly Leveraged Transactions/ Syndications.

أ ـ L.B.O. (Leverage Buyouts) امتلاك المؤسسة للتمويل من خلال الاقتراض/ موظفين أو إدارة.

ب ـ L.A. (Leverage Aquisition) امتلاك المؤسسة من قبل مؤسسة أخرى من خلال الاقتراض.

ج ـ إعادة الرسملة Recapitalization ـ استعمال القروض لشراء أسهم.

د ـ قروض مصرفية مضمونة أو رئيسية Senior Secured Loans SENIOR & Bank Loans.

خامساً: C.O.L.

- أدوات مالية بهدف محدد SPV.

- تضمن فصل الانشاء والتسويق عن أدوات الدين والالتزام بها.

- التسنيد يتضمن توزيع الدفعات النقدية الناتجة عن الضمانات بأسلوب الأولويات.

- التسنيد عبارة عن ثلاثة أنواع.

  - التسنيد الرئيسي/ الفئة الأولى Senior Class ٧٥ ـ ٨٥٪.
  - التسنيد التابع/ الفئة الثانية Senior Subordinated ١٥٪.
  - التسنيد الرأسمالي/ الفئة الثالثة Equity ٤ ـ ٨٪.

- التسنيد يمكن أن يكون قيد التصفية أو قيد الاستمرارية /Continuous Liquidation.

  - قيد التصفية ـ يمكن إعادة الاستثمار Short Reinvestment.
  - قيد الاستمرار ـ تحتاج إلى مدير موجودات Asset Manager على أساس دائري لإطالة عمر الاستثمار والتسنيد دونما حاجة إلى سداد قريب.

- التسعير:

  - الفئة الأولى ٢٥ ـ ٧٥ نقطة فوق الليبور ٣ أشهر/ التغطية ١,٢ مرة/ نصدر لأمر أو لحامله وتدرج في الأسواق غير الأميركية مثل لوكسمبرغ وهي غير مسجلة في .S.E.C.
  - الفئة الثانية ٢٥٠ ـ ٤٠٠ نقطة فوق الليبور ٣ أشهر/ ١,١ تغطية (Subordinated).
  - الفئة الثالثة/ العائد ٢٠٪ وما فوق/ تعكس مساهمة محدودة المسؤولية (Equity).

- أول إصدار لـ CLO في عام ١٩٨٨ ـ الحجم في عام ١٩٩٠ كان ٢٢٥٩ مليار دولار.

- تتميز فئات الاصدارات بـ:

  أ ـ أولوية السداد.

ب ـ الضمانة بالدين.

ج ـ درجة الخضوع للفئات الأخرى.

ـ هناك نوعان من الاصدارات.

أ ـ عمليات المحفظة Portfolio CLO ـ يوجد بائع لتصحيح الميزانية.

ب ـ عمليات الترجيح Arbitrage ـ الديون نشتري من فريق ثالث لدعم الاصدار.

ـ عمليات المحفظة تدار على أساس:

أ ـ محفظة مدارة Manager Portfolio يسمح لعملية إعادة الاستثمار في قروض مشابهة.

ب ـ محفظة مؤقتة Passive Portfolio نستعمل القروض لتسديد الاصدارات.

ـ عمليات الاصدارات يجري تصنيفها استناداً إلى:

أ ـ كفاية التدفقات للسداد وحجم المخاطر الائتمانية Credit Quality.

ب ـ التوزيع أو التنويع في المحفظة Diversity.

ـ دراسة المخاطر تتضمن:

أ ـ تقييم المخاطر الائتمانية للمحفظة ودرجة التنويع Credit Risk Rating.

ب ـ تقييم الضمانات الائتمانية Structural Credit Protection.

ج ـ الوضع القانوني Legal Integrity.

د ـ الأطراف المشتركة في الاصدار Parties Involved.

أ ـ تقييم المخاطر الائتمانية: Credit Risk Rating.

ـ تحديد معدل أو نسبة الاخلال للديون (نموذج «١»).

ـ وضع سلم تصنيف رقمي لكل درجة (نموذج «٢»).

- إمكانية إجراء تصنيف رديف للقروض المصرفية (نموذج «٣»).
- في حال عدم وجود تصنيف يعمل على وضع معايير تصنيف (نموذج «٤»).
- معايير الديون غير المصنفة (نموذج «٥»).

- تقييم التنويع:

- على أساس نسبة المؤسسة في المحفظة.
- على أساس نسبة القطاع في المحفظة.
- وضع جدول تنوع (نموذج «٦»).
- وضع جدول مشترك للتقييم على أساس القدرة على امتصاص الخسائر (نموذج «٧»).

ب ـ الضمانات الائتمانية Credit Protection.

- تقييم مزدوج للقروض والتنويع (نموذج «٨»).
- التقييم يستند إلى:
  - قيمة الاصدار.
  - حجم الديون الخاضعة والضمانات التابعة.
  - هامش الفوائد من الاصدار والقروض التابعة.
  - كيفية توزيع التدفقات النقدية.
  - توقيت الاخلال ومدة الاصدار.

ج ـ الوضع القانوني:

- الفرق بين المشاركة والشراء Participation/ Assignement.
- المشاركة تعني العلاقة بين المساهم والمدين.
- المشاركة هي شراء في حال وجود حق عدم الرجوع.
- المشاركة خطرة في حال وجود مصاعب مالية عند المصدر كونها التزام تجاه المشارك.

- المشاركة خطرة في حال وجود علاقة بين المدين والبنك المصدر.

د - الأطراف المشتركة:

- المصدر Loan Originator/ بنوك/ شركات/ بنوك وشركات استثمار.
- العميل Placement Agent/ دراسة احتياجات المستثمر والمصدر.
- مقدم الضمانة لدعم السيولة Credit Enhancer/ تغطية الخسائر إلى حدود معينة عن طريق دعم الاصدار وتقديم السيولة المؤقتة لتغطية مستلزمات الاصدار.
- أطراف المقايضة Swap Counterparty/ مخاطر استلام وتسليم.
- مدير الضمانة Collateral Manager للتعامل مع المصدر والعميل.
- المؤتمن Truster يعمل لمصلحة المستثمر ودراسة التقارير لتحديد المخاطر.
- الجهة المسددة Paying Agent.
- الجهة المحافظة Custodian،
- المحاسب Accountants.
- المستشار القانوني Legal Counsel.

EXIBIT (1)
TEN - YEAR COMPANY DEFAULT RATES OF SENIOR UNSECURED DEBT:

RATING	DEFAULT RATE
Aaa	1.0%
Aa	1.4
A	1.8
Baa	4.4
Ba	16.1
B	31.6

EXIBIT (2)
RATING FACTOR EQUIVALENTS:

RATING OF DEBT SECURITY	RATING FACTOR
Aaa	1
Aa1	10
Aa2	20
Aa3	40
A1	70
A2	120
A3	180
Baa1	260
Baa2	360
Baa3	610
Ba1	940
Ba2	1,350
Ba3	1,780
B1	2,220
B2	2,720
B3	3,490
Caa	6,500
Ca	10,000
C	10,000

EXIBIT (3)
SENIOR SECURED & SUBORDINATED RATINGS IMPLIED BY SENIOR UNSECURED RATINGS:

SENIOR SECURED DEBT	SENIOR UNSECURED DEBT	ANY TYPE OF SUBORDINATED DEBT
Aaa	Aaa	Aa2
Aa1	Aa1	Aa3
Aa2	Aa2	A1
Aa3	Aa3	A2
A1	A1	A3
A2	A2	Baa1
A3	A3	Baa2
Baa1	Baa1	Baa3
Baa2	Baa2	Ba1
Baa3	Baa3	Ba2
Baa3	Ba1	Ba3
Ba1	Ba2	B1
Ba2	Ba3	B1
Ba3	B1	B3
B1	B2	B3
B2	B3	Caa
B3	Caa	Ca
Caa	Ca	C
Ca	C	C

EXIBIT (4)

CRITERIA FOR ESTIMATING RATINGS FOR SENIOR SECURED DEBT WHEN NO DEBT RATING OUTSTANDING:

IMPLIED RATINGS	NECESSARY CRITERIA
CAA	* BORROWER OF AFFILIATE IS NOT IN REOGANIZATION OR OTHER INSOLVENCY PROCEEDINGS. * DEBIT IS NOT IN DEFAULT.
B3	* CAA CRITERIA. * BORROWER OR AFFILIATES HAVE NOT DEFAULED ON ANY DEBT FOR THE PAST TWO YEARS. * BORROWER HAS BEEN IN BUSINESS FOR THE PAST FIVE YEARS. * BORROWER IS CURRENT ON ANY CUMULATIVE PREFERRED DIVIDENDS. * FIXED - CHARGE RATIO EXCEEDS 1.25 TIMES IN EACH OF THE PAST TWO FISCAL YEARS AND IN THE MOST RECENT QUARTER. * BORROWER HAD A NET PROFIT BEFORE TAX IN BOTH THE PAST FISCAL YEAR AND MOST RECENT QUARTER. * ANNUEL FINANCIL STATEMENTS ARE UNQUALIFIED AND CERTIFIED BY A NATIONALLY ACCXELERATED ACCOUNTING FIRM, AND QUARTERLY STATEMENTS UNAUDITED BUT SIGNED BY A CORPORATE OFFICER.

EXIBIT (5)
GUIDLINES FOR REVEIWING UNRATED DEBT:

COMPANY BACKGROUND	* COMPANY IS NOT CURRENTLY IN BANKRUPTCY. * COMPANY HAS FIVE YEARS OF OPERATING HISTORY. * COMPANY, OWNER, OR AFFILIATE HAVE NOT DEFAULTED ON DEBT DURING THE PREVIOUS FIVE YEARS..
REQUIRED INFORMATION FOR EACH DEBT - REVIEWED	* DESCRIPTION OF COMPANY ANY IF AVAILABLE, THE DEBT TRANSACTION, INCLUDING A BRIEF DESCRIPTION OF THE SECURITY BACKING THE DEBT AND MOST RECENT COMPLIANCE LETTER, INCLUDING RATIOS.. * LAST THREE ANNUAL REPORTS AND LAST QUARTERLY REPORT.. * LOAN DOCUMENTS, INCLUDING CREDIT AGREEMENT, SECURITY DOCUMENTS AND PARTICIPATION AGREEMENT..
MONITORING INFORMATION IF APPLICABLE	* QUARTERLY FINANCIAL STATEMENTS. * AUDITED ANNUAL STATEMENTS.

EXHIBIT (6)
DIVERSITY SCORE CALCULATION:

NUMBER OF FIRMS IN SAME INDUSTRY	DIVERSITY SCORE
1	1.00
2	1.50
3	2.00
4	2.33
5	2.67
6	3.00
7	3.25
8	3.50
9	3.75
10	4.00
> 10	Evaluated on a case - by - case basis.

EXHIBIT (7)

DESIRED RATING	PORTFOLIO CREDIT RISK (NET LOSS AFTER RECORVERY)
Aaa	51%
Aa1	41
Aa2	39
Aa3	37
A1	35
A2	34
A3	32
Baa1	31
Baa2	29
Baa3	26

Exhibit (8)
Portfolio Credit Risk Tables

These tables show how collateral rating, portfolio diversity, and the desired rating on the structured security correspond to portfolio credit risk. The numbers in the matrices are the losses (defaults net of recovery) we look for a structure to withstand without causing a loss to the senior structured bonds. These numbers do not reflect certain qualitatively assessed factors that affect portfolio credit risk and are examined on a case - by - case basis. Portforio risk numbers for transactions with low Diversity Scores are particularly open to qualitative adjustment baset on the default correlation of the companies in the pool. Collateral Rating is the par - weighted average rating of the assets in the portfolio.

Structured Security Desired Rating: Aaa
Collateral Rating

Diversity Score	B3	B2	B1	Ba3	Ba2	Ba1	Baa3	Baa2	Baa1	A3	A2	A1	Aa3	Aa2	Aa1
1	Evaluated Case - by - case														
2	100%	100%	100%	100%	100%	100%	85%	71%	57%	52%	49%	47%	45%	42%	39%
3	99	98	97	95	95	92	75	59	43	48	36	35	33	32	30
4	95	92	91	87	84	80	64	50	36	33	31	29	27	25	24
5	90	87	85	83	76	73	58	44	30	27	25	23	22	21	20
7	81	77	73	69	66	60	49	38	27	24	22	20	19	18	17
10	75	69	65	59	58	51	41	33	25	22	20	19	18	17	16
15	66	60	56	51	46	43	36	30	24	21	19	18	17	16	15
20	62	65	51	46	42	38	33	28	23	20	18	17	16	15	14
25	58	53	48	43	38	35	30	26	22	19	17	16	15	14	13
30	56	51	46	40	35	32	28	24	20	17	16	15	14	13	12
35	54	48	44	38	35	30	26	22	19	16	15	14	13	12	11
40	52	47	42	37	33	29	24	20	17	15	14	13	12	11	10

continued

Exhibit 8
Portfolio Credit Risk Tables (continued)
Structured Security Desired Rating: Aa2

Collateral Rating

Diversity Score	B3	B2	B1	Ba3	Ba2	Ba1	Baa3	Baa2	Baa1	A3	A2	A1	Aa3
1						Evaluated Case - by - case							
2	91%	89%	86%	83%	80%	75%	55%	48%	46%	44%	42%	40%	36%
3	81	78	74	67	62	58	41	34	32	31	29	28	27
4	74	69	64	60	55	50	33	29	27	25	23	22	21
5	69	64	59	54	50	45	27	25	23	22	20	19	18
7	63	57	52	47	43	38	24	20	19	18	17	16	15
10	57	51	46	41	37	33	23	19	18	17	16	15	14
15	51	45	41	36	32	27	22	18	17	16	15	14	13
20	48	43	38	33	29	25	21	17	16	15	14	13	12
25	46	40	36	31	27	23	20	16	15	14	13	12	11
30	45	39	34	29	26	22	18	15	14	13	12	11	10
35	44	38	33	28	25	21	17	14	13	12	11	10	9
40	43	37	33	28	24	20	15	13	12	11	10	9	8

continued

Exhibit (8)
Portfolio Credit Risk Tables (continued)
Structured Security Desired Rating: Baa2

Collateral Rating

Diversity Score	B3	B2	B1	Ba3	Ba2	Ba1	Baa3
1	Evaluated Case - by - case						
2	65%	59%	52%	46%	42%	38%	34%
3	56	50	45	39	33	29	21
4	51	44	40	34	30	25	16
5	47	41	37	31	27	23	14
7	44	37	33	28	23	20	13
10	40	34	30	25	21	17	12
15	38	32	27	22	19	15	11
20	36	30	26	21	17	14	10
25	35	29	25	20	17	13	9
30	34	29	24	20	16	13	8
35	34	28	24	19	16	12	7
40	33	28	23	19	15	12	6

Structured Security Desired Rating: A2

Collateral Rating

Diversity Score	B3	B2	B1	Ba3	Ba2	Ba1	Baa3	Baa2	Baa1	A3
1					Evaluated Case by - case					
2	80%	77%	73%	68%	63%	55%	45%	41%	39%	35%
3	70	65	60	55	50	46	32	27	25	22
4	64	58	53	48	43	39	26	20	19	17
5	59	53	49	44	39	34	22	18	17	15
7	54	48	43	38	34	29	19	17	15	14
10	49	43	39	33	29	25	18	16	14	13
15	45	39	35	29	25	22	17	15	13	12
20	43	37	32	27	23	20	16	14	12	11
25	41	35	31	26	22	19	15	13	11	10
30	40	34	30	25	21	18	14	12	10	9
35	39	33	29	24	20	17	13	11	9	8
40	38	32	28	23	20	16	12	10	8	7

المبحث الرابع:

تسنيد الرهونات والقروض العقارية وانشاء سوق ثانوي لها

الاستاذ أحمد عبد الفتاح
مساعد محافظ
البنك المركزي الأردني

تمهيد:

تكتسب القروض العقارية أهمية خاصة في مجال تمويل الاسكان والعقارات على اختلاف أنواعها. وتأتي هذه الأهمية الخاصة من حقيقة أن هذه القروض تتصف بكبر الحجم، وطول مدة السداد، مما يستدعي بالضرورة وجود كم هائل من السيولة المتاحة تكون ملائمة لتمويل هذه القطاعات آخذين بعين الاعتبار التطور الحاصل والنمو السريع في النهضة العمرانية بشكل عام والحاجة إلى المزيد من مشاريع السكن بشكل خاص.

وباستعراض أساليب الاقراض المختلفة كالجاري مدين والسلف.. إلخ، والوقوف على مواصفات هذه الأساليب، من حيث كونها تصلح للتمويل قصير الأجل والذي يعتمد على سرعة دوران الدخل، فإن الحاجة تصبح ملحة لإيجاد أساليب وأدوات للتمويل العقاري تتناسب وحجم هذا القطاع وطبيعة تدفقاته النقدية من حيث طول فترة السداد... إلخ. بحيث تراعى ظروف جمهرة المتعاملين من حيث مرونة السداد وطول مدته ليتناسب مع التدفقات النقدية لهؤلاء المتعاملين.

وفي ضوء أن الاستثمار العقاري بمفهومه الواسع يعتبر من الاستثمارات ذات الجذب لجمهور المستثمرين وذلك تماشياً مع احتمالية زيادة قيمة العقار مع الزمن وبالتالي يشكل استثماراً ذا مردود عال مقارنة بالاستثمارات الأخرى خصوصاً في الظروف التي لا تشوبها قضايا شاذة لا يقاس عليها. وعليه فلا غرابة إن وجدنا العديد من المؤسسات وحتى الأفراد يستثمرون في هذا القطاع بشكل مباشر أو غير مباشر طمعاً بالربح المجزي والسريع. ولكن لا ننسى أيضاً أن هناك العديد ممن تضرروا في ظل عدم وجود منافذ للسيولة متاحة لهم في أوقات الأزمات. مما

يجعل الحالة ملحة بالتفكير في ابتكار أدوات تخدم هذا القطاع وتوفر السيولة اللازمة له وللجمهور وفئات المتعاملين على اختلاف وتنوع صفاتهم.

وفي سياق الحديث السابق، وجدنا أن هناك بعض البلدان التي طورت أسواقها الرأسمالية وخلقت أدوات مالية خاصة تخدم تمويل هذا القطاع وتوفر السيولة له من خلال خلق مؤسسات خاصة تتبنى تطوير هذا السوق وترسم محدداته مؤسسياً، فظهر سوق السندات العقاري وتطور في الولايات المتحدة الأميركية منذ قرابة الخمسة عشر عاماً. وهو ما سوف نتطرق له لاحقاً للوقوف على تجربة أمريكا في هذا المجال.

أما إذا نظرنا إلى البلدان الأخرى الأقل تطوراً في الأدوات المالية وأدوات سوق المال، فإننا نرى أن تمويل هذا القطاع تشوبه تشوهات كثيرة، حالت دون تطوره مؤسسياً. حيث نجد أن تمويل هذا القطاع اعتمد الأساليب التقليدية في التمويل من حيث طبيعة التمويل أو نوع المؤسسة مانحة التمويل. وحتى لو وجدنا بعض المؤسسات التي قامت أساساً لتمويل هذا القطاع عن طريق طرح أسهم للاكتتاب العام، فإن هذه المؤسسات أيضاً عانت في ضوء شح السيولة وعدم انتظام تدفقها وبالتالي عدم مقدرة هذه المؤسسات على خدمة هذا القطاع بما يتناسب والتسارع في نموه لأسباب معروفة. وسوف نعرض بشيء من التفصيل للتجربة الأردنية في هذا المجال لاحقاً.

قلنا سابقاً بأن السوق الأمريكي تطور بشكل يخدم تمويل هذا القطاع فظهر ما يسمى بالسوق الثانوي للرهن العقاري أو سوق السندات. حيث يتم تداول هذه القروض بيعاً أو شراء، سواء كانت قروضاً سكنية أو عقارية مضمونة برهونات عقارية، بعد أن يتم إصدار هذه القروض من قبل مؤسسة تمارس هذا النشاط.

وقبل التعرض إلى ملامح السوق الأمريكية في هذا المجال من حيث طبيعة السوق وميكانيكية عمله والمتعاملون فيه وشروط وضوابط هذا التعامل، كنموذج لسوق ثانوي متطور لبيع وشراء سندات الرهن العقاري في السوق الثانوي. لا بد وأن نحدد أولاً الإطار العام لنجاح وتطور مثل هذا السوق بما يلي:

١ - وجود سيولة متوافرة ولازمة للاستثمار في هذا القطاع العقاري ووجود

المؤسسات الضرورية التي تسهل هذا التدفق في السيولة.

٢ ـ تطوير التشريعات والقوانين لتسهيل التعامل بأدوات هذا السوق بحيث نؤسس مؤسسات لهذه الغاية يلجأ إليها كل من يرغب في بيع أو شراء عقار أو مسكن له.

٣ ـ وجود مؤسسات لتصنيف المقترضين وكذلك مصدري السندات (Rating Agencies) يركن إليها عند اتخاذ قرار بالدخول بالتعامل في هذا السوق. وإن كان وجود مثل هذه المؤسسات طبيعياً في البلدان المتقدمة إلاّ أن معظم البلدان النامية تخلو من مثل هذه المؤسسات مما يزيد في صعوبة تطوير أسواق ثانوية للرهن العقاري.

أولاً: ملامح السوق الثانوي للرهن العقاري في الولايات المتحدة(*):

طبيعة السوق، المتعاملون فيه، ميكانيكية التعامل وشروطه وأساليب البيع والشراء في هذا السوق:

أولاً: مؤسسات لها علاقة مباشرة بعمل السوق وهي ثلاثة:

- **دائرة الايرادات الداخلية**: وتضع مواصفات وشروط قيام جمعيات الادخار والتسليف، وتتأكد من هذه الشروط وتوافرها حتى يمكن للجمعية الاستفادة من الاعفاءات الضريبية التي منحها القانون.
- **الهيئة الاتحادية للتأمين على الودائع والقروض**: وهي الهيئة الحكومية التي يؤمن لديها ودائع الجمهور في مؤسسات الادخار والتسليف.
- **البنك الاتحادي للقروض المنزلية**: ويشكل مصدر سيولة مركزية لجمعيات الادخار والتسليف حيث يمكنها أن تقترض منه عند الحاجة.

هذا وبالإضافة إلى جمعيات الادخار والتسليف، فإن هناك جهات أخرى تبيع وتشتري القروض السكنية شراء أو بيعاً كاملاً وأهم تلك الجهات هي:

(*) المعلومات الواردة تحت هذا العنوان أخذت من محاضرة الدكتور جواد العناني حول هذا الموضوع حيث لا مجال للاجتهاد والاختلاف في حقائق هذا السوق ومكوناته وميكانيكية عمله.

١ ـ الجمعية العقارية الوطنية الفدرالية وكذلك الجمعية العقارية الوطنية الحكومية: وهاتان الجمعيتان من أبرز وأنشط وسطاء السوق الثانوي، حيث تتعامل الأولى بشكل أساسي بالقروض المؤمن عليها والمضمونة من الحكومة بالإضافة إلى القروض العادية. ومصادر تمويل هذه الجمعية تأتي من رأسمالها المدفوع والاقتراض من الحكومة ومن مصادر أخرى.

أما الجمعية الثانية فهي تتعامل بالقروض المؤمن عليها والمضمونة من الحكومة وخاصة القروض الصغيرة، كما أن هذه الجمعية تقوم بدور آخر وهو ضمان السندات التي تطرحها المؤسسات العقارية الكبيرة ومن ضمنها جمعيات الادخار والتسليف.

٢ ـ المؤسسة الاتحادية للقروض المنزلية ـ وهي أحد أجهزة البنك الاتحادي للقروض المنزلية، وهدفها دعم السوق الثانوي في القطاع الخاص، وهي تبيع وتشتري القروض العادية وتساعد في توثيق القروض حتى يمكن للمستثمرين تداولها بسهولة.

٣ ـ البنوك العقارية: وهي تعمل كوسيط في السوق الثانوي، حيث تتقبل طلبات شراء قروض من شركات التأمين وصناديق التقاعد.

٤ ـ الوسطاء الماليون: وتشمل هذه الفئة البنوك التجارية وشركات التأمين وصناديق التقاعد وصناديق النقابات وكذلك الأفراد الذين يقومون عادة بشراء القروض من الجمعيات العقارية المشار إليها أعلاه.

وتحدد التشريعات الأمريكية لمؤسسات الادخار والتسليف بيع أو شراء قروض في السوق الثانوي ضمن ثلاث خيارات ولكل منها محدداتها على النحو التالي:

١ ـ شراء/ بيع قروض بالكامل: وهي عادة القروض السليمة التي تطمئن إليها، والقروض المشمولة ببرنامج المؤسسة الاتحادية لضمان الودائع، لدى جمعيات الادخار والتسليف. وقبل أن تقوم جمعيات الادخار والتسليف بالشراء أو البيع تقوم بدراسة وافية عن أوضاع السوق الثانوي لتضع سياساتها في البيع أو الشراء من حيث حجم المبالغ المرصودة للشراء أو المقروضة للبيع، وأنواع القروض التي

سيتم تداولها. هل القروض العادية أم المؤمن عليها من الحكومة؟ ومدى الاستعداد للبيع أو الشراء بعلاوة إصدار أو بخصم؟ وغير ذلك من الاعتبارات التي يتم في ظلها اتخاذ القرار ببيع أو شراء مجموعة معينة من القروض.

وأهم ما تأخذه بالاعتبار وقبل الشراء المفاوضات بين البائع والشاري هو السعر، بالاضافة إلى اعتبارات أخرى من أهمها:

- يسجل تسديد أقساط القرض ومدى انتظامها.
- طول فترة تسديد الأقساط كمقياس لمدى الانتظام والانضباط.
- درجة تصنيف المقترض:

هل من العملاء المتازين، أم العاديين؟

- احتمال دفع رصيد القرض أو جزء منه قبل الموعد وهل هناك غرامة تفرض في مثل هذه الحالة أم لا؟

وبعد أن يتم الاتفاق على البيع، يجب أن توثق العملية كاملة، إذ لا مكان للاتفاق الشفوي، حيث ان عمليات البيع تتم دون الرجوع على البائع (With Out Recourse).

وتبدأ العملية بأن يعرض البائع تفاصيل القرض/ القروض المنوي بيعها، من حيث درجة الرهن ورصيد القرض وأجله وسعر الفائدة وربما تقرير عن المقترض، وكذلك مواصفات كاملة عن العقار. وبعد الموافقة على الشراء، يقوم البائع بتجهيز قائمة بالقروض المباعة وجدولاً زمنياً لنقل حق الرهن وتسليم وثائق القروض. ويقتضي الأمر إشعار كل جهة لها علاقة بإتمام عملية البيع.

وبشكل عام تحتوي اتفاقية بيع/ شراء كامل مجموعة من القروض على ما يلي:

- تعهد من البائع بأن القرض يحمل رهن درجة أولى وأنه لا يزال قائماً ولا مشاكل عليه.
- إن البائع هو الوحيد صاحب الحق في بيع القرض وأنه مفوض بذلك وأنه ليس مباعاً لأية جهة أخرى.

- إن المقترض قد تسلم كامل قيمة القرض الاسمية.
- إن القرض مؤمن عليه ومضمون.
- إذا لم يكن القرض مضموناً أو مؤمناً عليه، يلتزم البائع بتزويد المشتري بتقرير مكتوب من خبير عقارات محايد يحدد القيمة السوقية للعقار المرهون.
- إن عقد الاقتراض الذي منح بموجبه القرض مطابق تماماً للقوانين واللوائح والتشريعات.
- وصف دقيق للعقار وحدوده وموقعه.
- ان جميع وثائق القرض هي الأصلية.
- يقوم البائع بجميع الاجراءات القانونية لنقل حقوقه في القرض والعقار إلى المشتري.
- تحديد وتوضيح القيمة الاسمية للقرض ورصيده بتاريخ البيع ومواعيد دفع الأقساط وقيمة كل قسط.
- يتعهد البائع بالتأكد من استمرار وجود بوليصة تأمين ضد كافة الأخطار على العقار المحول وبقيمة لا تقل عن رصيد القرض.
- بالإضافة إلى أية أمور أخرى تبين مدى التزامات البائع تجاه المشتري.

٢ ـ بيع/ شراء حصة على شكل نسبة مئوية من مجموعة قروض: هي أسلوب فيه بعض المزايا سواء بالنسبة للبائع أو للمشتري. فبدلاً من شراء مثلاً (١٠٠) قرض بالكامل يتم شراء نسبة ٥٠٪ من كل قرض من مجموعة القروض التي تحتوي على (١٠٠) قرض. ومن مزايا هذا الأسلوب:

- عدم انفراد طرف واحد بمخاطر القرض.
- خلق إحساس لدى كل طرف أن مجموعة القروض مربحة.
- اقتسام عائدات القرض بين الطرفين حسب النسبة المباعة.

وفي هذا الأسلوب، يقوم البائع بتجهيز قائمة بالقروض المنوي بيع حصة منها، حيث يقوم الشاري بعد ذلك بزيارة إلى المؤسسة البائعة للتحقق من وثائق القروض والنظام المحاسبي، وكذلك زيارة العقارات الممولة والمرهونة.

وإذا ما وافق المشتري على كل ذلك يتم الاتفاق على النسبة المراد شراؤها من القروض وكذلك السعر المراد دفعه والذي من الممكن أن يكون بعلاوة إصدار أو خصم حسب العرض والطلب وظروف السوق. وبهذا الأسلوب من البيع والشراء تحتفظ المؤسسة البائعة بمسؤولية خدمة الجزء المباع من مجموعة القروض مقابل رسم خدمة يتفق عليه. وبعد الاتفاق تحرر اتفاقية تغطي كل ذلك. وبالذات:

- إقرار من البائع بأن جميع القروض موضوع الصفقة مطابقة للشروط القانونية والتنظيمية النافذة.
- إقرار من البائع بأن جميع القروض لا تزال قائمة ويتم تسديد أقساطها فعلاً وموثقة حسب الأصول.
- يحتفظ البائع بحق الرهن على كامل القرض، لكن فيما يخص النسبة المباعة يكون البائع وكيلاً للمشتري بهذا الخصوص.
- يوافق البائع على الاستمرار في خدمة القرض وتحويل فوائد وأقساط الجزء المباع إلى المشتري.
- في حالة عجز المقترض عن الوفاء بالتزاماته يقوم البائع فوراً بإشعار المشتري للسير في إجراءات بيع العقار المرهون.
- في حالة عرض العقار الممول للبيع فإن البائع فقط هو الذي له الحرية الكاملة للتصرف دون أن يكون للمشتري حق إعطاء توجيهات بهذا الخصوص.
- يلتزم البائع بالاحتفاظ بسجلات محاسبية وإحصائية عن مجموعة القروض موضوع الصفقة لاطلاع المشتري عليها متى رغب.
- يصدر البائع شهادة للمشتري بحصته من القروض موضع الصفقة.
- يرد في الاتفاقية نص للحالات التي يكون لأي من الطرفين حق فسخها.

وبعد توقيع الاتفاقية، تقوم الجهة المشترية بمراجعة كافة ملفات القروض موضع الصفقة للتأكد من مطابقتها لشروط الاتفاق والقوانين الاتحادية وقوانين الولاية ذاتها. وبعد ذلك تصدر شهادة من البائع إلى المشتري وتدون فيها تفاصيل القرض

بما فيها النسبة المباعة. وبعد تسلمه لهذه الشهادة يقوم المشتري بدفع قيمة الصفقة للبائع.

٣ ـ الخيار الثالث: السندات العقارية المضمونة: ويعتبر هذا الأسلوب من أنجح الأساليب الأخرى المتعارف عليها في سوق الرهن العقاري. حيث تشكل هذه السندات مصادر جذب لصناديق الاستثمار والتقاعد وشركات التأمين.

وهنا يوجد ما يسمى بصندوق الضمانات الذي تتكون موجوداته من الرهون العقارية الممنوحة لغايات الاسكان الفردي. وفي هذه يقوم مصدر القرض بتحويله إلى الصندوق ضمن اتفاقية تبديل الرهن بسندات عقارية مضمونة. ثم تباع هذه السندات وتشترى من قبل الجمهور إما عن طريق السوق المالي أو عن طريق صفقات شخصية.

وبعد الانتهاء من هذا العرض المختصر لمواصفات وميكانيكية السوق الثانوي للرهن العقاري في الولايات المتحدة والذي لم يقصد منه أن نقتبس نسخة مكربنة عن هذا النظام بقدر ما قصد إعطاء تصور عام لحيثيات هذا السوق والمتعاملين فيه مما يمكن أن يفيد من قريب أو بعيد في حال تصور إنشاء مثل هذا السوق في بلدانا مع الأخذ بعين الاعتبار طبيعة أسواقنا والأدوات والمتعاملون في هذه الأسواق.

ثانياً: السوق الأردني للرهن العقاري:

وقد يكون مناسباً الآن الإشارة والتعرض بشكل مختصر لمحاولات تمت في السوق الأردني لإنشاء سوق ثانوي للرهن العقاري. وقبل التعرض لذلك أرجو أن أبين ما يلي:

١ ـ إن السوق الأردني يتواجد فيه سوق أوراق مالية (أسهم وسندات) متطور، من حيث الحجم والأداء والتنظيم.

٢ ـ إن أسعار الفائدة في الأردن معومة سواء المدينة أو الدائنة منها.

٣ ـ إن هناك مؤسسات متخصصة بالاقراض العقاري، تتفاوت مصادر أموالها

ما بين رؤوس أموالها وودائع الجمهور، وما تقترضه من الجهاز المصرفي، أو ما يقدمه البنك المركزي ضمن اتفاقيات خاصة.

٤ ـ إن المؤسسات التي تخدم الاقراض العقاري ناجحة وقدمت خدمات مميزة وإن كان البعض وفي فترات حرجة عانى من أزمة سيولة (في ضوء التمويل طويل الأجل من مصادر قصيرة الأجل).

٥ ـ البنوك التجارية تقوم بالاقراض العقاري في حالات معينة، الاقراض السكني، قروض الموظفين. الخ.

٦ ـ وجود بنك إسلامي يقوم بالتمويل العقاري على الطريقة الإسلامية، سواء بالاستثمار الخاص أو المشترك.

٧ ـ عدم وجود مؤسسات تصنيف للعملاء ووضع المراتب الائتمانية لهم، وإن كانت خدمة الأخطار المصرفية التي يقدمها البنك المركزي تفيد في بعض الأحيان.

آخذين بعين الاعتبار الأمور أعلاه، فقد بدأت أولى محاولات إنشاء سوق ثانوي للرهن العقاري عام ١٩٨٣ حيث، تم البدء بدراسة مثل هذا السوق باستقدام خبير من وكالة الأمم المتحدة للإنماء الدولي، وشكلت لجنة من الجهات ذات العلاقة سواء في مجال القطاع العام كالبنك المركزي ومؤسسة الاسكان أو القطاع الخاص كبنك الاسكان وبعض الشركات والمؤسسات الادخارية العقارية، وقد خلصت اللجنة إلى البدائل التالية:

١ ـ تأسيس صندوق يكون مصدراً للسيولة يتولى شراء العقود العقارية، على أن يتكون رأسمال الصندوق من مساهمات الشركات والمؤسسات المالية والعقارية والبنك المركزي.

٢ ـ بيع وشراء العقود فيما بين المؤسسات العقارية مباشرة دون توسيط هيئة معينة على أن يتم ذلك بالاتفاق الثنائي بين هذه المؤسسات.

٣ ـ بيع وشراء العقود العقارية من خلال سوق عمان المالي. بمعنى أن تطرح المؤسسة العقارية سندات تقابل ما لديها من عقود (رهونات عقارية) في السوق المالي.

وبعد مناقشة هذه البدائل استقر رأي اللجنة على اختيار البديل الأول، حيث اقترحت اللجنة إنشاء (صندوق عقاري) تكون من مهامه ضخ السيولة إلى المؤسسات العقارية المحتاجة واجتذاب الأموال اللازمة لقطاع الاسكان عن طريق طرح أسناد عقارية للتداول تكون مستندة للعقود المشتراة من المؤسسات العقارية وضخ حصيلة هذه الاسناد إلى المؤسسات العقارية عن طريق تمويل عقود الرهونات العقارية الخاصة بها. كما يهدف هذا البديل إلى تدوير السيولة بين المشاركين في الصندوق بهدف استثمارها في دعم المساهمين بالصندوق والمحتاجين إلى السيولة. وقد قصد بالصندوق أن يكون نواة لسوق ثانوي للرهونات العقارية في الأردن وتطوير سوق رأس المال والأدوات المالية فيه عن طريق إضافة الاسناد العقارية كأداة مالية جديدة. وقد فهم أن تكون مصادر أموال الصندوق من رأس المال المتكون من مساهمات المؤسسات العقارية ونسبة محددة من الودائع الادخارية الموجودة لدى المؤسسات العقارية المساهمة وفق عائد يتفق عليه. وكذلك من حصيلة إصدار أسناد القروض العقارية التي يطرحها الصندوق للبيع وأيضاً التمويل الطارىء المؤقت الذي يقدمه البنك المركزي ضمن شروط محددة عند تدني السيولة لدى الصندوق عند حد معين:

وقد اقترحت اللجنة آلية العمل لدى الصندوق على النحو التالي:

أولاً: يقوم الصندوق بشراء عقود الرهن العقاري من المؤسسات المالية العقارية وفق شروط ومعايير محددة، منها مقدار مساهمة المؤسسة في الصندوق ورأسمال المؤسسة المدفوع والاحتياطيات وحجم إيداعات المؤسسة لدى الصندوق وسلامة المركز المالي للمؤسسة.

ثانياً: يصدر الصندوق أسناداً عقارية قابلة للتداول مقابل عقود الاقتراض التي يشتريها وفق شروط منها:

- تصدر الاسناد لحاملها.
- تطفأ الاسناد مرة واحدة عند الاستحقاق.
- تدفع فوائد الاسناد سنوياً.

- تصدر الاسناد بفئات مختلفة من حيث القيمة حسب المستثمرين بها.
- ترتبط آجال الاسناد ارتباطاً وثيقاً بفترة سداد أقساط العقود المشتراة كحد أدنى، وعلى أن لا تزيد آجال الاسناد عن سبع سنوات.
- يرتبط الرصيد القائم للاسناد العقارية الصادرة عن الصندوق بقيمة العقود المشتراة.

أما بخصوص الضمانات المقدمة من المؤسسات المالية العقارية المشاركة في الصندوق فتتلخص بالتالي:

- تحويل حقوق المؤسسات أعلاه في الرهونات العقارية إلى الصندوق لدى دوائر التسجيل المختصة كضمانة للتمويل الذي ستحصل عليه هذه المؤسسات.
- تفويض الصندوق باتخاذ الاجراءات التي يراها مناسبة لضمان استمرارية تحصيل الأقساط التي تستحق على المؤسسات المالية العقارية بمواعيدها المقررة.
- أما ضمانات الصندوق تجاه حملة الاسناد العقارية، فيضمن بنك الاسكان دفع قيمة الاسناد العقارية المصدرة مقابل تحويل الرهونات العقارية إليه.

هذا وإن اللجنة لم تستبعد وجود تصور مستقبلي لتعامل المؤسسات غير الربوية مع الصندوق شريطة إيجاد إطار لهذا التعامل لا يكون فيه سعر الفائدة مستخدماً.

وبعد هذا الاستعراض لما توصلت إليه اللجنة بتقريرها أرجو أن أبين أن هناك مؤسسات عقارية في الجهاز المصرفي الأردني تخدم قطاع الاسكان والعقار، ونرى أنه آن الأوان لهذه المؤسسات أن تتقدم مباشرة إلى الجمهور بالاقتراض عن طريق طرح سندات لهذه الغاية، ذلك أن محدودية رؤوس أموالها وكذلك عدم التمويل الكافي والملائم دائما من سوق ما بين البنوك، بالإضافة إلى عدم قدرتها على الاعتماد طويلاً وعلى مصادر تمويل قصيرة الأجل والاقراض لمدة طويلة، مما يخلق فجوة في التمويل أوقعت بعض المؤسسات في مواقف حرجة خصوصاً في أوقات الأزمات. من كل ما تقدم يبدو واضحاً أهمية وجود سوق ثانوي للرهن العقاري.

إن هذه الأهمية والفوائد المتوخاة منه تكفي لأن تبادر الجهات المعنية وكل في إطار أسواقها الرأسمالية، إلى تذليل الصعوبات لإنشاء مثل هذه الأسواق سواء كانت صعوبات تشريعية أو غيرها. نأمل بأن لا يكون الوقت بعيداً لإعادة دراسة هذا الموضوع مجدداً في السوق الأردني بعد المستجدات على الساحة المصرفية المحلية والاقليمية والتي نعتقد بانعكاسها إيجابياً على مجمل العوامل التي تساعد في تطوير أسواق رأس المال.

المبحث الخامس:

إدارة الموجودات والمطلوبات وعلاقتها بالتوريق

الدكتور خالد أمين عبد الله
وزير التخطيط الأردني ـ سابقاً

مقدمة:

لقد اتصفت بيئة المصارف بالتغيرات العديدة في كل من تكنولوجيا المعلومات، تخفيف القوانين الرقابية، أسعار الفائدة، التنافس وكفاية رأس المال. ولكن أكثر هذه العوامل تأثيراً على إدارة الأصول والخصوم في المصارف هو التغير في أسعار الفائدة والذي يعني درجة عالية من المخاطرة، فعليه تصبح أمام إدارة المصرف مهمة صعبة ومستمرة في تعديل فترة المحفظة (Portfolio Duration Adjustment) لتتناسب مع سعر الفائدة الجديد حتى يتمكن المصرف من الحفاظ على الدرجة المطلوبة من السيولة والربحية. ولأن إدارة الأصول والخصوم دائماً مرتبطة بالنظرة المستقبلية قصيرة المدى، أي خلال عام واحد، فإنها تعتبر أول خطوة في نظام التخطيط الاستراتيجي للمصرف.

أولاً: دور وهدف إدارة الأصول والخصوم:

نعلم جيداً أن دراسة وتحليل البدائل لفترات مستقبلية تصل إلى عامين أو أكثر تقع تحت ما يسمى بالتخطيط الاستراتيجي. أما دراسة وتحليل بدائل مستويات السيولة وأسعار الفائدة لفترة لا تتعدى عام واحد تقع ضمن إدارة الأصول والخصوم وكنظام تخطيطي، فإنه يصبح الخطوة الأولى في تحريك المصرف نحو تحقيق أهدافه بعيدة المدى. وتكمن أهمية إدارة الأصول والخصوم في الأهمية العظمى التي تجدها لجنة إدارة الأصول والخصوم داخل المصرف ونوعية أعضائها من بين المجموعة الادارية الأخرى.

إن أهمية ودور إدارة الأصول والخصوم يمكن إظهارها في الشكل التوضيحي رقم (١) حيث الشمولية التي تحظى بها كل عناصر قائمة المركز المالي. يبين الشكل التوضيحي ثلاث مراحل تكون معاً نظاماً متكاملاً لإدارة الأصول والخصوم.

فالمرحلة الأولى ذات طبيعة عامة تتطلب تنسيق بعض الوظائف العديدة المحددة في مرحلة لاحقة (المرحلة الثانية)، والتي بدورها تقود إلى تحقيق أهداف المصرف وسياساته (المرحلة الثالثة). والأدوات التي من خلالها تدار الأصول والخصوم تشمل نظم المعلومات، نظم التخطيط، نظم المحاكاة (Simulation)، المراجعات الشهرية والتقارير الخاصة. كما وأنه بالإضافة للناحية التخطيطية التي تمثل توجيه ورقابة مستويات وتغيرات وتركيبة الأصول والخصوم ورأس المال فهي أجزاء مكونة لنظام إدارة قائمة المركز المالي.

الشكل التوضيحي رقم(١)

الطريقة ذات المراحل الثلاث لإدارة الأصول والخصوم

المرحلة (١): (عامة)

إدارة الأصول	إدارة الخصوم
	إدارة رأس المال

المرحلة (٢): (محددة)

إدارة موقف الاحتياطيات	إدارة موقف الاحتياطيات كخصوم
إدارة السيولة	إدارة موقف خصوم القروض
إدارة الاستثمار	إدارة المديونية طويلة المدى
إدارة القروض	
إدارة الأصول الثابتة	إدارة رأس المال

المرحلة (٣): (قائمة المركز المالي تخلق قائمة الدخل والمصروفات)

الأرباح = الدخل - كلفة العوائد - المصروفات - الضرائب.

السياسات لتحقيق الأهداف:

١ ـ إدارة صافي العائد من سعر الفائدة	Spread MGT
٢ ـ التحكم في صافي العائد من غير سعر الفائدة	Control of (Burden)
٣ ـ إدارة السيولة	Liquidity MGT

٤ ـ إدارة رأس المال Capital MGT

٥ ـ إدارة العناصر خارج قائمة المركز المالي MGT of B/S Activities

إن الهدف الأساسي للإدارة المالية، حسب ما يوصي به علماء المالية، هو تعظيم قيمة الشركة. يتبلور هذا الهدف في توجهين: الأول هو تعظيم العائد (Return) أما الثاني فيتمثل بخفض المخاطرة والتي تتمثل في التذبذب في العائد أو الربحية (Variability of Return). أما بالنبسة للمصارف كشركات ربحية فإن هذين التوجهين تترجمهما لجنة إدارة الأصول والخصوم في شكلين: الأول هو تعظيم صافي هامش سعر الفائدة (NIM) والثاني هو خفض التغير في صافي هامش سعر الفائدة (Reduction of Variability of NIM). وبما أن صافي هامش سعر الفائدة يمثل أهم عنصر في إدارة الأصول والخصوم فإنه لا ينبغي لإدارة المصرف أن تنسى أو تتجاهل العائد على حق الملكية (ROE) والعائد على الأصول (ROA) ومضاعف العائد على حق الملكية (EM). وضمن هذه النظرة الشاملة فإنه يجب ربط عناصر أخرى بنظام إدارة الأصول والخصوم مثل: رأس المال، الايرادات والمصروفات من غير سعر الفائدة، الضرائب، الخيارات الاستراتيجية فيما يختص بالخدمات والأسواق وهيكل المصرف. وفضلاً عن هذا، وبما أن العائد على حق الملكية = العائد على الأصول مضاعف حق الملكية، فإن هدف إدارة الأصول والخصوم الأشمل يجب أن يكون تعظيم حق الملكية وخفض التذبذب فيه. وكما يوضح الشكل رقم (١) تتوفر خمس سياسات لتحقيق هذا الهدف.

إن من أكثر التغيرات في بيئة المصارف والتي تؤثر على إدارة الأصول والخصوم هو التغير في أسعار الفائدة نسبة لتأثيره المباشر على صافي هامش سعر الفائدة (NIM). وبما أن صافي هامش سعر الفائدة يمثل المصدر الأساسي لأرباح المصرف، والأرباح بدورها تمثل المصدر الأساسي لزيادة رأس المال فإن التغير في القوانين الخاصة بكفاية رأس المال تأتي في مرتبة الأهمية الثانية. أما التغيرات البيئية الأخرى كالتغيرات التكنولوجية وتخفيف القوانين الرقابية وزيادة التنافس فإنها تأتي في الدرجة الثالثة من الأهمية. وهي مهمة بسبب العلاقة بين نظام إدارة الأصول والخصوم ونظام التخطيط الاستراتيجي للمصرف.

خلفية تاريخية لإدارة الأصول والخصوم:

لفهم أهمية نظام إدارة الأصول والخصوم في المصارف فإنه يتوجب سرد تاريخي موجز كخلفية لهذا النظام. خلال الأربعينات والخمسينات كانت المصارف تتمتع بأرصدة كبيرة من الأموال ذات التكاليف المتدنية في شكل ودائع عند الطلب وودائع توفير. وعليه كانت المشكلة الادارية التي تواجه المصارف هي كيفية استغلال هذه الأرصدة الصغيرة من الأموال. لهذا السبب انحصر التركيز على إدارة الأصول دون انشغال بجانب الخصوم.

خلال عقد الستينات بدأت الأرصدة ذات الكلفة المتدنية في التناقص نتيجة للتحسن الذي ظهر عند الشركات التجارية في إدارة سيولتها. وفي نفس الوقت ازداد الطلب على القروض نتيجة التحسن الاقتصادي. ولتمويل هذا الطلب على القروض لجأت المصارف إلى إدارة خصومها، وعليه أصبح التركيز خلال الستينات والجزء الأول من السبعينات على إدارة الخصوم كمنهج لإدارة قائمة المركز المالي. إدارة الخصوم تعني ممارسة المصرف لشراء الأموال (شهادات الودائع، فوائض الحكومات والأوراق المالية التجارية) وإقراضها لتحقيق الأرباح. ولأن هذه الممارسة تعني شراء الأموال وإقراضها لتحقيق هامش ربح فقد أدخل استخدام مصطلح إدارة الهامش (Spread MGT) في نظام إدارة الأصول والخصوم.

خلال السبعينات كانت الظواهر الاقتصادية المسيطرة هي التضخم، تذبذب أسعار الفائدة والكساد الحاد خلال منتصف العقد مما أجبر المصارف على التركيز على إدارة الأصول والخصوم مجتمعة. وعليه أصبح النظام الاداري الذي يحقق ذلك يطلق عليه إدارة الأصول والخصوم (ALM). وإذا نظرنا لهذا النظام نجد أنه عبارة عن تجميع للوسائل الادارية المستخدمة في إدارة المحفظة خلال العقود السابقة بعد أن أدخل عليها شيء من التنسيق. وعليه تصبح إدارة الأصول والخصوم عبارة عن النظر إلى قائمة المركز المالي ككل وليس مجزأة.

خلال عقد الثمانينات ازدادت التغيرات البيئية ممثلة في تكنولوجيا المعلومات، القوانين والضوابط الرقابية، تذبذب أسعار الفائدة، حدة التنافس وضوابط كفاية رأس المال. لهذه الأسباب أصبحت إدارة الأصول والخصوم أكثر صعوبة، وانتقل

التركيز من خلال فكرة مقابلة آجال الأصول والخصوم (Maturity Matching) إلى فكرة مقابلة أعمارها (Duration - Matching) وفكرة التسعيرة المتغيرة Variable Rate Pricing واستخدام المستقبليات Futures والخيارات Options والتبادليات Swaps. ولكن وبرغم هذه الابتكارات فإن نظام إدارة الأصول والخصوم يظل ضمن الفنون وليس العلوم (Art Not Science) حيث لا تزال المصارف المختلفة تخلق طرقها الخاصة بها لمعالجة الاشكالات. كما وأن أوجه الاختلاف الكبيرة بين المصارف من حيث الحجم واختلاف الأسواق جعل إدارة الأصول والخصوم تختلف لحد ما من مصرف لآخر.

السيطرة على إعادة التسعيرة Repricing Control:

لقد بيّنا في التحليل المالي للمصرف في فصل سابق أن بعض العوامل التي تؤثر على أداء المصرف يمكن التحكم فيها Controllable وبعضها لا يمكن السيطرة عليها Non - Controllable. وبسبب الضوابط القانونية وعلاقة الزبون وحالات السوق فإن بعض بنود قائمة المركز المالي تخضع لدرجة ما إلى السيطرة. على الأقل في المدى القريب، بينما لا تخضع بعض البنود لأي درجة من السيطرة. يقودنا هذا الحديث لأمر هام هو إن التحكم من منظار إدارة الأصول والخصوم يعني المقدرة على إعادة التسعيرة (Ability to Reprice). إن من أكبر المشاكل التي تواجه إدارة الأصول والخصوم هي أنه وفي المصارف دائماً تعاد تسعيرة الخصوم قبل الأصول Liability Reprice Before Assets. وعليه إن كان من الممكن إعادة تسعيرة أصل أو خصم فإنه يصبح تحت التحكم من منظار إدارة الأصول والخصوم.

تعتبر أموال الحكومة واتفاقيات إعادة الشراء من الخصوم التي يمكن التحكم فيها بدرجة عالية نسبة لقصر أجلها. وبالنسبة للمصارف الكبيرة فإن أهم مصدر للأموال التي يمكن التحكم فيها هو شهادات الايداع. فعليه كلما سهل دخول المصرف إلى سوق المال (Money Market) كلما كانت درجة تحكمه في أمواله أكبر. أما في ناحية الأصول فإن أوراق الحكومة والأوراق التجارية ضمن حساب المتاجرة والقروض ذات السعر المتغير التي يمكن إعادة تسعيرها تعتبر الأدوات التي يمكن التحكم فيها. هذا ويجب أن نأخذ في الاعتبار أن العلاقة مع الزبائن

Customer Relationships والتزامات القروض Loans Commitments قد أثرت سلباً على درجة التحكم في الاستثمارات بالذات في المدى القصير.

وعليه يمكن أن نلخص نقاشنا هذا في أن الأصول والخصوم التي تقع تحت سيطرة المصرف في المدى القصير هي التي تمثل أدوات لنظام إدارة الأصول والخصوم. كما وأن المصارف الكبيرة تتوفر لها أدوات يمكن السيطرة عليها أكثر من المصارف صغيرة الحجم. وبما أن المصارف الصغيرة في العادة لا تتوفر لها خيارات كثيرة من البنود خارج الميزانية مثل المستقبليات، فإنها تواجه بعض السلبيات ضمن نظام إدارة الأصول والخصوم.

تحليل صافي هامش سعر الفائدة Net Interest Margin (NIM):

إن إدارة الأصول والخصوم تركز على أداء المصرف بالنظر إلى مخاطرة سعر الفائدة (Interest Rate Risk) والعائد حسب ما يقاس بصافي هامش الفوائد (Net Interest Margin) والذي يمكن أن نعرفه بالمعادلة التالية:

$$\text{صافي هامش الفوائد (NIM)} = \frac{\text{(عائد الفوائد} - \text{مصروف الفوائد)}}{\text{الأصول ذات العائد.}} \qquad (١)$$

وبما أن بسط المعادلة أعلاه يعني صافي عائد الفوائد، عليه يمكن أن نعبر عن المعادلة (١) كالآتي:

$$\text{صافي هامش الفوائد} = \frac{\text{صافي عائد الفوائد}}{\text{الأصول ذات العائد}} \qquad (٢)$$

ولكن أيضاً يمكن التعبير عن المعادلة (١) بصورة أخرى إذا أزلنا الأقواس كالآتي:

$$\text{صافي هامش الفوائد} = \frac{\text{عائد الفوائد}}{\text{الأصول ذات العائد}} - \frac{\text{مصروف الفوائد}}{\text{الأصول ذات العائد}}$$

وعليه تصبح:

صافي هامش الفوائد= (الفوائد الناتجة عن الأصول ذات العائد -
تكاليف الفوائد على الأصول ذات العائد) (٣)

NIM = [Interest Yield on EA – Interest Cost of EA]

إن الفارق بين الشق الأول والشق الثاني في المعادلة (٣) يسمى Spread، وهو يعبر عن كفاءة إدارة المصرف في تعظيم العائد من استراتيجية تسعيرة الأصول والخصوم. إن تأثير صافي هامش الفوائد (NIM) على أداء المصرف يتضح في الشكل رقم (١) وكما يمكن أن نلاحظ فإن **مستوى وتذبذب** صافي هامش الفوائد (NIM) هما المحددان الأساسيان لموقف المصرف الكلي من ناحية العائد والمخاطر. وصافي هامش الفوائد (NIM) من جهة أخرى هو دالة ثلاثة عوامل هي: **شفافية سعر الفائدة، حجم التمويل، وتركيبة الأصول ذات العائد والخصوم**. وهذه الدالة يمكن أن يعبر عنها كالآتي:

ص هـ ف = (سعر الفائدة، الحجم، التركيبة)

NIM = (Rate, Volume, Mix)

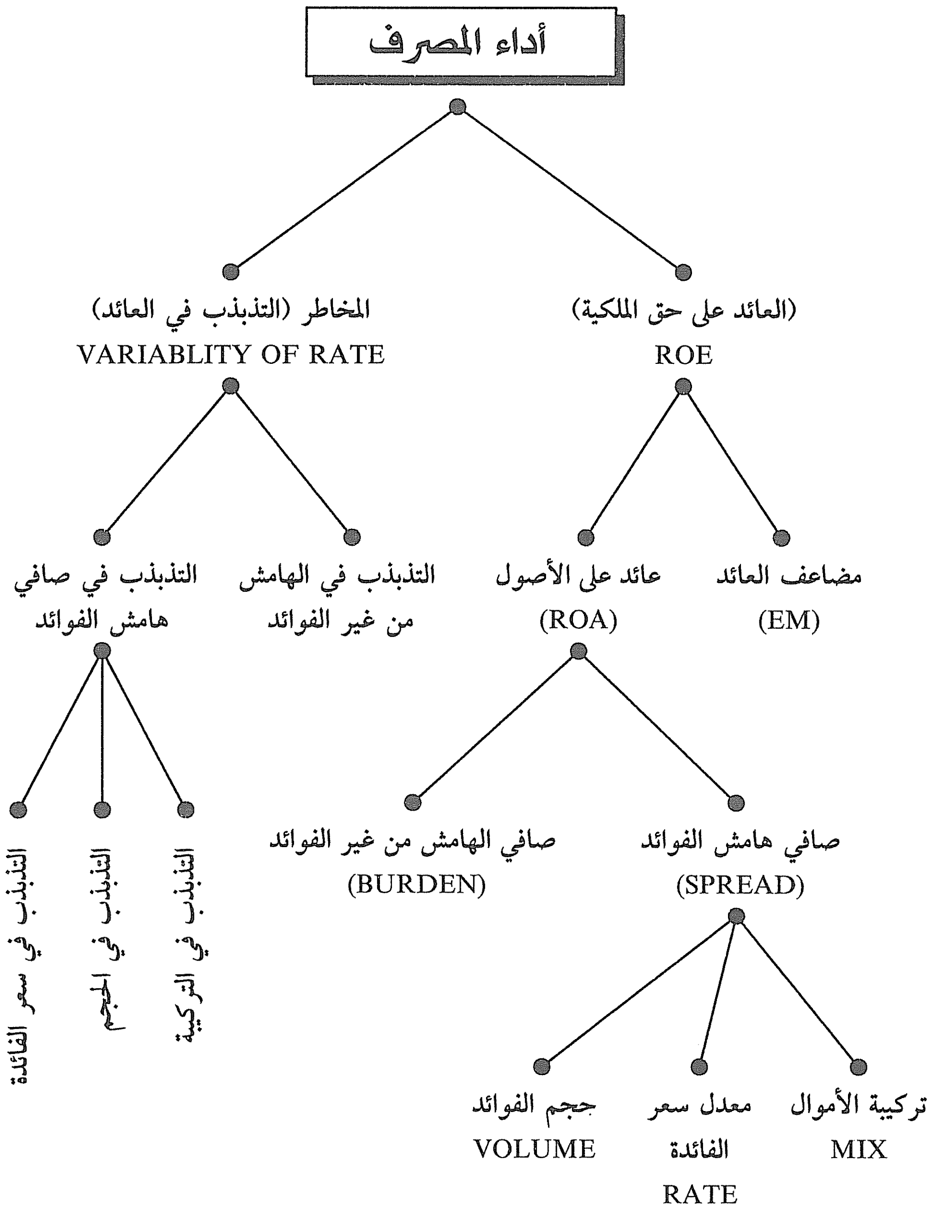
وعليه فإن التذبذب في صافي هامش الفوائد (مخاطرة إدارة الأصول والخصوم) تحدده هذه العوامل الثلاثة ـ سعر الفائدة، حجم الفوائد، وتركيبة الأموال.

أثبتت البحوث أن صافي هامش الفوائد يختلف كثيراً من مصرف لآخر لعدة عوامل أهمها الحجم. وبما أن المصارف الكبيرة تعمل في أسواق تغلب فيها الصفة التنافسية الحادة مقارنة بالمصارف المحلية، فإن المصارف الكبيرة تحقق معدلات أقل من صافي هامش الفوائد.

أما على مستوى المصرف الواحد فقد تتباين معدلات صافي هامش الفوائد من عام لآخر لأسباب إدارية واستراتيجية. كما وأن صافي المصاريف من غير الفوائد وهو ما يسمى بالعبء Burden يجب أن يقابله جزء من صافي ايرادات الفوائد قبل تحقيق أي أرباح صافية. الجدول رقم (١) يبين تحليلاً لمصرف افتراضي للفترة ١٩٨١ ـ ١٩٨٧.

الشكل رقم (١)

تحليل أداء المصرف من منظور إدارة الأصول والخصوم



الجدول رقم (١)

مصرف الواحة (الأرقام بالآلاف)

العام	عائد الفوائد ١	مصاريف الفوائد ٢	صافي العائد من الفوائد ٣= ١ ـ ٢	العائد من غير الفوائد ٤	المصاريف غير الفوائد ٥	العبء ٦= ٥ ـ ٤	العبء إلى صافي العائد من الفوائد ٧=٦/٣
١٩٨١	١٦,٦٥٨	١٤,١٧٩	٢,٧٨٣	١,٥٧٤	٢,٩٣٦	١,٣٦٢	٪٤٨,٩٤
١٩٨٢	١٦,١٧٣	١٢,٦٤٧	٣,٩٩٩	١,٥٩٥	٣,٣٩٨	١,٨٠٣	٪٤٥,٠٩
١٩٨٣	١٥,١٩٧	١١,١٥٤	٤,٥٤٣	١,٨٤٠	٣,٧٥٧	١,٩١٧	٪٤٢,٢
١٩٨٤	١٨,١٩٤	١٣,٨٧٥	٤,٣١٩	٢,٣٠٠	٤,٤٥٦	٢,١٥٦	٪٤٩,٩٢
١٩٨٥	١٩,٤٧٤	١٤,٠٢٨	٥,٤٤٦	٣,٠٣٠	٥,٥١٧	٢,٤٨٧	٪٤٦,٦٧
١٩٨٦	١٩,٢٢٤	١٣,٠٩٦	٦,١٢٨	٤,٢٧٢	٦,٨٧٥	٢,٦٠٣	٪٤٢,٤٩
١٩٨٧	٢١,٩٩٤	١٥,٥٢٨	٦,٤٦٦	٥,٩٩٤	٨,٢٩٠	٢,٢٩٦	٪٣٥,٥١

إن التركيز في الجدول أعلاه على مكونات صافي العائد من الفوائد والعبء (Burden). صافي العائد من الفوائد يمثل عائد الفوائد مطروحاً منه مصاريف الفوائد. أما العبء فهو العائد من غير الفوائد مطروحاً منه المصاريف من غير الفوائد (المرتبات، مصروفات المباني والمصاريف الادارية الأخرى). أما العمود الأخير فهو يبين العلاقة بين العبء وصافي العائد من الفوائد كنسبة مئوية. كما يتضح فإن مصرف الواحة قد تمكن من خفض هذه النسبة من ٤٨,٩٤٪ إلى ٣٥,٥١٪ وهذا اتجاه محمود حيث أن كل مصرف يحتاج لمثل هذه النتيجة.

تأثير سعر الفائدة والحجم وتركيبة الأموال:

إن تأثير سعر الفائدة وحجم التمويل وتركيبة الأصول والخصوم مجتمعة يحدد صافي هامش الفوائد لأي مصرف، وباستقراء الماضي فإنه قد ثبت أن المصارف تستطيع أن تعايش التذبذب في أسعار الفائدة إن هي تمكنت من تكوين محافظها بحرص فيما يختص بحجم المحفظة وتركيبة الأصول والخصوم. وبالتركيز على

صافي العائد من الفوائد كجزء من صافي هامش الفوائد (NIM)، يمكن أن نحلل الحسابات التي يتكون منها هذا الجزء للتعرف على تأثير سعر الفائدة وحجم الأموال كل على حدة. وبالاعتماد على معلومات من حسابات مصرف الواحة يمكن أن نبين ذلك كما يتضح من الجدول رقم (٢).

جدول رقم (٢)
تأثير سعر الفائدة وحجم الأموال
على صافي العائد من الفوائد

الحساب	١٩٨٣ مقارنة ١٩٨٢ الزيادة أو النقص بسبب التغيير في			١٩٨٢ مقارنة ١٩٨١ الزيادة أو النقص بسبب التغيير في		
	الحجم	سعر الفائدة	الاثنين معاً	الحجم	سعر الفائدة	الاثنين معاً
استغلال أموال الحكومة	١٩٧	٤٠	٢٣٧	١١٤	(٣٥)	٧٩
القروض ـ تجارية	٢٩٧	(١٠٦٥)	(١٢٦٨)	٨٥٩	(١٤٤٦)	(٥٨٧)
القروض ـ استهلاكية	٧٧٦	(٨٢)	٦٩٤	٤٨١	٢٣	٥٠٤
استثمارات (تسنيد)	(١٧)	(٣٠)	(٤٧)	(٢٢١)	٤٣	(١٧٨)
أوراق مالية للمتاجرة	(٣)	(٥٦)	(٥٩)	(٥٤)	١٦	(٣٨)
تمويل البيع الايجاري	(٤)	(٤)	(٨)	(١١)	٤١	٣٠
ودائع بالفائدة	(١٥٧)	(٣٨٨)	(٥٤٥)	٩١	١٩٦	٢٨٧
مجموع دخل الفوائد	١٠٨٩	(٢٠٨٥)	(٩٩٦)	١٠٧٧	(١٥٥٤)	(٤٧٧)
الودائع	٥٥٦	(٢١٦٧)	(١٦١١)	٥٩١	١٦٧٧	(١٠٨٦)
الأموال المستدانة	٢٥١			٩٦	(٥٤٢)	(٤٤٦)
مجموع مصروف الفوائد	٨٠٧	(٢٣٠٠)	(١٤٩٣)	٦٨٧	(٢٢١٩)	(١٥٣٢)
صافي دخل الفوائد	٢٨٢	٢١٥	٤٩٧	٣٩٠	٦٦٥	١٠٥٥

فإذا افترضنا أن كل الحسابات شبيهة ببعضها (يعني مثلاً حسابات القروض التجارية تشبه بعضها البعض) فإنه يمكن تحليل التغير في صافي دخل الحساب إلى

تغير في الدخل بسبب التغير في سعر الفائدة وتغير بسبب التغير في حجم الحساب.

فمثلاً في عام ١٩٨٣ انخفض الايراد من القروض التجارية بمبلغ (١٢٦٨) ألف دولار تحتوي على (٢٩٧) ألف تعزى للتغير في الحجم و(١٥٦٥) ألف بسبب التغير في سعر الفائدة. كما ويمكن أن نلاحظ من الجدول رقم (٢) أن معظم التغير في صافي العائد المنسوب للتغير في سعر الفائدة ناتج عن حسابين: القروض التجارية والودائع.

ولتوضيح الجدول رقم (٢) أكثر دعنا نطرح هذا المثال: حساب معين (مثلاً القروض التجارية) نتجت عنه هذه البيانات:

نهاية الفترة الأولى:

حجم الحساب	١٠,٠٠٠ دولار
دخل الحساب	١,٠٠٠ دولار
سعر الفائدة	١٠٪

نهاية الفترة الثانية:

حجم الحساب	١٥,٠٠٠ دولار
دخل الحساب	R
سعر الفائدة	١٢٪

فما هو دخل الحساب بنهاية الفترة الثانية وكيف يمكن تحليل التغير في الدخل؟

الدخل: $R = v \times r$ (١)

حيث أن:

الدخل = R

الحجم = V

سعر الفائدة = r

التغير في الدخل:

$$\Delta R = V\Delta r + r\Delta v + g_v r_r V_r \quad (٢)$$

حيث أن: معدل النمو في الحجم = g_v التغير في الحجم = v

معدل النمو في سعر الفائدة = g_r التغير في الدخل = R

وبما أن لكل من V و r قيمتين في أول الفترة والثانية في نهايتها فإنه يمكن التعبير عن المعادلة (٢) على النحو التالي:

حيث أن:

$$\Delta R = V\Delta r + r\Delta v \quad (٣)$$

متوسط الحجم = V

متوسط سعر الفائدة = r

وعليه يمكن إيجاد وتحليل التغير في عائد الحساب على النحو التالي:

$$\Delta R = 0.02\ (12{,}500) + 0.11\ (5.000) = 250 + 550 = 800$$

هذا يعني أن:

دخل الحساب في نهاية الفترة الثانية = ١٠٠٠ + ٨٠٠ = ١٨٠٠

التغير في الدخل = ٨٠٠

تحليل الدخل:

* بسبب التغير في الحجم = ٢٥٠

* بسبب التغير في سعر الفائدة = ٥٥٠ = ٨٠٠

شفافية سعر الفائدة وإدارة الفجوة:

صافي إيراد الفوائد وصافي هامش الفوائد يمثلان أغراض إدارة الأصول والخصوم. وتمشياً مع أهداف إدارة العمليات في المصارف فإنه ينبغي أن نبحث عن أسباب الأداء الضعيف أو الأداء الممتاز وهذا يتطلب التعمق إلى أبعد من البحث عن الأعراض. والتحليل الذي نحن بصدده حتى الآن يدلنا على أن سعر الفائدة،

حجم الحساب وتركيبة هذه الحسابات هي العوامل الأساسية التي تؤثر على صافي إيراد الفوائد وصافي هامش الفوائد.

إن الإدارة الحقيقية للأصول والخصوم تركز على رقابة الفجوة (Gap) بين الأصول المتأثرة بسعر الفائدة (Rate - Sensitive Assets) والخصوم المتأثرة بتذبذب سعر الفائدة (Rate Sensitive Liabilities). وكما عرفها BINDER (1980) فإن الأدوات المتأثرة بتذبذب سعر الفائدة هي:

«أدوات يحين أجلها أو يمكن تسعيرها إلى أعلى أو أسفل خلال ٩٠ يوماً أو أقل».

وعليه تصبح أدوات المصرف الأكثر تأثراً بسعر الفائدة هي (أموال الحكومة الفائضة، شهادات الايداع والقروض ذات أسعار الفائدة المتغيرة).

إدارة الفجوة Gap Management:

إن الفجوة للمصرف هي:

$$GAP = RAS - RSL$$

حيث أن:

RSA: Rate - Sensitive Assets
الأصول المتأثرة بتذبذب سعر الفائدة

RSL: Rate Sensitive Liabilities
الخصوم المتأثرة بتذبذب سعر الفائدة

فإذا افترضنا لمصرف ما قائمة المركز المالي أدناه:

الأصول		**الخصوم**	
الأصول المتأثرة بسعر الفائدة (RSA)	٢٠	الخصوم المتأثرة بسعر الفائدة (RSL)	٨٠
القروض بضمان عقاري	٨٠	أخرى	٢٠
	١٠٠		١٠٠

فإنه يمكن أن نحسب الآتي:

الفجوة = RSA − RSL = ٢٠ − ٨٠ = ٦٠

نسبة الشفافية (Sensitivity Ratio) = $\frac{RSA}{RSL}$ = $\frac{٢٠}{٨٠}$ = ٢٥٪

ويمكن أن نستنتج من هذه الأرقام ما يلي:

١ ـ **مخاطر السيولة**: يتعرض هذا المصرف لدرجة عالية من مخاطر عدم السيولة حيث أنه يمكن أن تقل أو تزول قدرة المصرف على الوساطة المالية مع الارتفاع في أسعار الفائدة وتسمى هذه الظاهرة بـ (Silent Run).

٢ ـ **مخاطر سعر الفائدة**: مع الارتفاع في سعر الفائدة تقل الأرباح لأن كلفة الأموال ترتفع أكثر من عائد الأصول ذات العائد. وعليه تصبح النتيجة خسارة وتدنٍ في حق الملكية وهذه العوامل تهدد درجة ملاءة المصرف Solvency.

أوجدت الدراسات المختلفة أن المصرف يمكن أن يكون في حالة واحدة من ضمن الحالات التالية في أي وقت معين:

* لا توجد فجوة Zero Gap
* توجد فجوة سالبة Negative Gap
* توجد فجوة موجبة Positive Gap

فإن كان لا يوجد هناك فجوة Zero Gap فإن المصرف قد عادل ما بين أصوله وخصومه من ناحية الاستحقاق Maturity. وعليه تصبح إحدى الاستراتيجيات لإدارة الأصول والخصوم هي معادلة استحقاق الأصول والخصوم Maturity Matching of Assets & Liabilities. وهدف هذه الاستراتيجية هو الحفاظ على فجوة تعادل صفر حيث تكون نسبة الفجوة تساوي واحد حيث يمكن أن تعرف نسبة الفجوة كالآتي:

$$\text{GAP RATIO} = \frac{\text{RSA}}{\text{RSL}}$$

أوجدت الدراسات أن المصارف الصغيرة والمحلية دائماً تحاول ممارسة هذه

الاستراتيجية للحفاظ على فجوة لا تتعدى الصفر. لكن يجب ملاحظة شيء هام هو أن تطبيق هذه الاستراتيجية لا يعني الخلاص من مخاطر سعر الفائدة حيث أن الحركة في سعر الفائدة الأساسي Prime Rate (وهو سعر الفائدة بالنسبة للأصول) وسعر الفائدة لشهادات الايداع (وهو سعر الفائدة للخصوم) لا يتوافقان. إن الحركة في سعر الفائدة بالنسبة للقروض دائماً تتأخر عن الحركة في سعر الفائدة السوقي بسبب الطبيعة الادارية للقروض (القرض متأثر بقرارات إدارية).

الحالة الثانية هي وجود فجوة موجبة Positive Gap حيث أن الأصول تفوق الخصوم. ويمكن تعريف هذه الحالة كما يلي:

$$RSA - RSL > 0$$

أو:

$$\frac{RSA}{RSL} > 1$$

فمثلاً مصرف له أصول تقدر بـ (١٠٠) مليون دولار وخصوم تقدر بـ (٥٠ مليون دولار) تصبح له فجوة تقدر بـ ٥٠ مليون دولار ونسبة فجوة تساوي ٢. وهذه الحالة تفضلها المصارف عندما يكون منحنى العائد يتجه إلى أسفل (من موجب إلى سالب).

الحالة الثالثة هي وجود فجوة سالبة Negative Gap حيث أن الخصوم تفوق الأصول. وهذه الحالة العادية للمصارف التجارية وكل المصارف المصرح لها بأخذ الودائع. وتعتبر هذه حالة مفضلة عندما يكون منحنى العائد Yield Curve يتجه من أسفل إلى أعلى Upward Sloping كما وأن حالة الفجوة السالبة مربحة للمصارف لأنها تستلف في سوق بتكلفة متدنية (سوق قصير المدى) وتسلف في سوق طويل المدى بمعدل فائدة أعلى من الكلفة. ويمكن أن نعبر عن هذه الحالة كما يلي:

$$RSA - RSL < 0$$

أو:

$$\frac{RSA}{RSL} < 1$$

ولكن يجب أن ندرك أنه عندما تكون أسعار الفائدة في حالة ارتفاع فإن حالة الفارق السالب تعني درجة عالية من مخاطر أسعار الفائدة ومخاطر عدم السيولة. والمثال الافتراضي السابق يوضح هذه الحالة.

ثانياً: مكونات إدارة الأصول والخصوم:

إن لإدارة الأصول والخصوم أربعة مكونات أساسية هي:

١ ـ قياس الفجوة بالدولار (تحديد الأصول والخصوم التي يعاد تسعيرها).

٢ ـ تقدير أسعار الفائدة التي عليها تعاد التسعيرة.

٣ ـ تقدير الدخل لفترة أو فترات مستقبلية قادمة.

٤ ـ اختيار الاستراتيجيات البديلة.

وفي هذا الجزء نعرض شرحاً موجزاً لكل هذه المكونات.

١ ـ قياس الفجوة Gap Measurement:

إن العامل الأهم في قياس الفجوة هو تاريخ إعادة تسعيرة الأصول أو الخصوم وليس تاريخ الاستحقاق. وبما أن فترة الأصل أو الخصم يمكن النظر إليها على أنها الوقت الحقيقي إلى أن تعاد التسعيرة فإنه يمكن اعتبارها إدارة هامة لقياس الفجوة ومن ثم إدارة الخصوم والأصول. وعلى الرغم من أن أرباح مقابلة الفترة Duration Matching تعتبر أكثر امتيازاً عن فكرة مقابلة تاريخ الاستحقاق إلاّ أنها لم تفهم وتمارس في أوساط المصرفيين.

إن قياس الفجوة يعتمد ولحد كبير على الفترة الزمنية التي تقاس خلالها الفجوة. وربما كان أنسب فترة زمنية هي التي تتراوح بين ٣ ـ ٦ شهور ولكن لغرض التنسيق مع الموازنة السنوية للمصرف ربما كان أنسب فترة هي عام. الجدول أدناه يبين كيفية قياس الفجوة وتحديد الفترة الزمنية التي يتم فيها هذا القياس.

جدول رقم (٣)

الاستحقاق باليوم	الأصول	الخصوم	الفجوة	الفجوة المجمعة
يوم	٥	٤٠	ـ ٣٥	ـ ٣٥
٣٠	١٠	٣٠	ـ ٢٠	ـ ٥٥
٦٠	١٥	٢٠	ـ ٥	ـ ٦٠
٩١	٢٠	١٠	١٠	ـ ٥٠
١٨٢	٢٥	١٠	١٥	ـ ٣٥
٣٦٥	٣٠	٥	٢٥	ـ ١٠
إجمالي الأصول والخصوم قصيرة الأجل	١٠٥	١١٥	ـ ١٠	
أكثر من عام	٩٥	٧٠		
رأس المال	ـ	١٥		
الاجمالي	٢٠٠	٢٠٠		

يتضح من الجدول رقم (٣) أن المصرف المفترض أعلاه يظهر في حالة توازن إن نظرنا إليه من خلال عام. ولكن إن أخذنا مثلاً فترة ٣٠ ـ ١٨٢ يوماً نجد أن الفارق المجمع يصل من ٣٥ مليون وحتى ٥٥ مليون سالباً. وفي هذه الحالة يجب على لجنة إدارة الأصول والخصوم الاهتمام العاجل والمباشر بالفجوة السالبة وقدرها ٥٥ مليون والتي تحدث خلال ٣٠ يوماً وهذه الفجوة السالبة تمثل عدم السيولة المحتملة التي يتعرض لها المصرف خلال الشهر القادم لأن الخصوم التي تنقضي أعمارها ربما سحبت حتى ولو كانت ذات سعر فائدة متغير.

٢ ـ التنبؤ بسعر الفائدة Interst Rate Forcasting :

يجب التنبؤ بسعر الفائدة الذي عليه تعاد تسعيرة الأصول أو الخصوم. هذه الخطوة تمكن المصرف من متابعة الهامش Spread حسب الفترات المتوقعة Duration والفكرة الأساسية هنا هي التعرف على احتمالات النقص في الهامش قبل حدوثها بغرض الابتعاد عن ردود الفعل السريعة والوقتية في إدارة الأصول والخصوم التي غالباً ما تكون غير مناسبة أو مكلفة.

٣ ـ التنبؤ بالدخل Porjection of Income:

إن تحديد الكمية (الحجم بالدولار) والأسعار (سعر الفائدة) في المكونين أعلاه يمكننا من التنبؤ بالدخل لفترة قادمة. هدف هذه الخطوة هو جعل لجنة إدارة الأصول والخصوم تنظر إلى المستقبل. وبما أن الفكرة الأساسية هي قياس تأثير أسعار الفائدة المختلفة على المصرف فإنه من الأفضل استخدام نموذج المحاكاة Simulation Model في هذه الخطوة.

٤ ـ اختيار الاستراتيجيات المختلفة Testing Different Strategies:

هذه الخطوة تمارس فيها كل فنون إدارة الأصول والخصوم حيث أن الخطوات السابقة ذات طبيعة ميكانيكية (تجميع المعلومات المالية وادخالها على نظم المحاكاة) وبالطبع فإنه لا يمكن ممارسة فنون إدارة الأصول والخصوم إن لم يتوفر الجزء الميكانيكي.

من هذا المنطلق فإن استراتيجية إدارة الأصول والخصوم تتم مراجعتها للتأكد من تناسقها مع الخطة الاستراتيجية للمصرف. وهنا يجب أن نتذكر أن مراجعة استراتيجيات إدارة الأصول والخصوم تتم بغرض التعرف على تأثيرها على أرباح المصرف (Botton Line) مختلفاً عن تحليل أداء المصرف Decomposition Analysis والذي يبدأ بالأعراض متجهاً إلى الأسباب. إن أهم متغيرات القرارات في هذه العملية هي: الاستراتيجيات التسعيرية، خلطة المنتجات، الحجم، النمو وتركيبة قائمة المركز المالي. ولكي تصبح ادارة الأصول والخصوم أداة ادارية ذات كفاءة فإنه يجب أن تخرج منتجين:

* حقيبة مثلى من الأصول والخصوم قصيرة المدى فيما يتعلق بالعلاقة المثلى بين درجة المخاطرة والعائد الخاص بصافي هامش الفوائد.
* المعلومات الملائمة للادارة العليا لتقييم سير الخطة الاستراتيجية في المدى القصير حتى نتمكن من إدخال التعديلات الضرورية على هذه الخطة.

إدارة الفارق وآثار شفافية سعر الفائدة على أداء المصرف
Gap Management & the Effects of Interest-Rate Sensitivity on Bank Performance:

لتوضيح آثار التغير في أسعار الفائدة على أداء المصرف فإنه يمكن دراسة قائمة المركز المالي الافتراضية في الجدول رقم (٤). فإذا أخذنا في الاعتبار هذه الحالة وافترضنا زيادة ٢٪ في سعر الفائدة ـ الذي يؤثر فقط على الأصول والخصوم المتأثرة بشفافية سعر الفائدة ـ فإنه يمكن رؤية التأثير السلبي على أداء المصرف. وبما أن المصرف في حالة فارق سالبة Negative Gap فإن هذه الزيادة في سعر الفائدة تضر بأداء المصرف. ولكن يجب أن نأخذ في الاعتبار أن لجنة إدارة الأصول والخصوم لا تقف مكتوفة الأيدي أمام هذا التغيير في أسعار الفائدة، بل تحاول اتخاذ بعض القرارات للحد من الآثار السالبة لزيادة سعر الفائدة.

الجدول رقم (٤) ـ آثار شفافية سعر الفائدة على أداء المصرف

قائمة المركز المالي

بنود القائمة	الحجم	سعر الفائدة
الأصول المتأثرة (RSA)	٦٠٠	١١٪
الأصول ثابتة السعر (FRA)	٣٠٠	١٤٪
الأصول الأخرى (None Earning)	١٠٠	صفر
الاجمالي	١٠٠٠	١٠,٨٪*
الخصوم المتأثرة (RSL)	٧٠٠	٨٠٪
الخصوم ثابتة السعر (FRL)	١٢٠	٩٪
الخصوم الأخرى (None Interest)	١٠٠	صفر
حق الملكية	٨٠	١٥٪**
الاجمالي	١٠٠٠	٧,٨٨٪*

* المتوسط الموزون للكلفة أو العائد Weighted Average Cost or Return.

** العائد المطلوب للمساهمين Shareholders Required Return.

١ ـ أداء المصرف الأساسي:

- صافي الدخل من الفوائد (NII)

= ١١٪ (٦٠٠) + ١٤٪ (٣٠٠) − ٨٪ (٧٠٠) − ٩٪ (١٢٠)

= ٦٦ + ٤٢ − ٥٦ − ١٠,٨ = ٤١,٢

- صافي الهامش من الفوائد NIM (Spread) $\frac{٤١,٢}{٩٠٠}$ = ٤,٥٨٪

- الفجوة (GAP) = RSL - RSA = ٦٠٠ − ٧٠٠ = − (١٠٠)

- إذا افترضنا أن إجمالي الخسائر على القروض، والعبء والخسائر/ الأرباح على الأوراق الاستثمارية والضرائب = ٣١,٢ يصبح صافي الدخل = ٤١,٢ − ٣١,٢ = ١٠.

- وإذا افترضنا أن المصرف يدفع ٤٠٪ من أرباحه في شكل أرباح أسهم فإن الإضافة إلى الأرباح المحتجزة تصبح ٦٠٪.

- عليه: العائد على حق الملكية (ROE) = EM × ROA

= ١٪ × ١٢,٥ = ١٢,٥٪

ROA = $\frac{١٠}{١٠٠}$ = ١٪ EM = $\frac{١٠٠٠}{٨٠}$ = ١٢,٥

٢ ـ كيف يتأثر أداء المصرف إن ارتفع سعر الفائدة ٢٪:

- حجم وتركيبة قائمة المركز المالي تظل كما هي:

- صافي الدخل من الفوائد

(NII) = ١٣٪ (٦٠٠) + ١٤٪ (٣٠٠) − ١٠٪ (٧٠٠) − ٩٪ (١٢٠)

= ٧٨ + ٤٢ − ٧٠ − ١٠,٨ = ٣٩,٢

- صافي هامش الفوائد (NIM) = $\frac{٣٩,٢}{٩٠٠}$ = ٤,٣٦٪

- صافي الدخل = ٣٩,٢ - ٣١,٢ = ٨
- الزيادة في الأرباح المحتجزة = ٨ × ٦٠٪ = ٤,٨
- العائد على حق الملكية (ROE) = ROA × EM = ٠,٠٠٨ × ١٢,٥ = ١٠٪

ROA = $\frac{٨}{١٠٠}$ = ٠,٠٠٨ EM = $\frac{١٠٠٠}{٨٠}$ = ١٢,٥

٣ ـ التغيير في المحفظة على أثر التغير في سعر الفائدة:

- الأصول المتأثرة بسعر الفائدة (RSA) ارتفعت إلى ٧٠٠ بينما انخفضت الأصول ثابتة العائد إلى (٢٥٠) والأصول الأخرى انخفضت إلى (٥٠).
- الفجوة (GAP) = ٧٠٠ - ٧٠٠ = صفر.
- الأداء بعد التغير أعلاه في الحقيبة الاستثمارية:

ـ صافي الدخل من الفوائد:

(NII) = ١٣٪ (٧٠٠) + ١٤٪ (٢٥٠) - ١٠٪ (٧٠٠) - ٩٪ (١٢٠)

= ٩١ + ٣٥ - ٧٠ - ١٠,٨ = ٤٥,٢

ـ صافي الهامش من الفوائد (NIM) = $\frac{٤٥,٢}{٩٥٠}$ = ٤,٧٦٪

ـ صافي الدخل = ٤٥,٢ - ٣١,٢ = ١٤

ـ الإضافة للأرباح المحتجزة ١٤ × ٦٠٪ = ٨,٤

ـ العائد على حق الملكية (ROE)

= ROA × EM = ٠,٠١٤ × ١٢,٥ = ١٧,٥٪

٤ ـ تأثير قوى السوق:

- افترض أن تغيرات قوى السوق قد دفعت (RSL) إلى الارتفاع لتصل إلى (٧٧٠) بينما انخفضت الخصوم ذات السعر الثابت إلى (١٠٠) والخصوم الأخرى إلى (٥٠).
- الفجوة (GAP) تصبح: RSL - RSA = ٧٠٠ - ٧٧٠ = - (٧٠)

- صافي الدخل من الفوائد:

(NII) = ١٣٪ (٧٠٠) + ١٤٪ (٢٥٠) - ١٠٪ (٧٧٠) - ٩٪ (١٢٠)

= ٩١ + ٣٥ - ٧٧ - ٩ = ٤٠

- صافي هامش الفوائد SPREAD (NIM) = $\frac{٤٠}{٩٥٠}$ = ٤,٢٪

- صافي الدخل = ٤٠ - ٣١,٢ = ٨,٨

- الزيادة في الأرباح المحتجزة = ٨,٨ × ٦٠٪ = ٥,٢٨

- العائد على حق الملكية = ROA × EM = ٠,٠٠٨٨ × ١٢,٥ = ١١٪

ROA = $\frac{٨,٨}{١٠٠٠}$ = ٠,٠٠٨٨ EM = $\frac{١٠٠٠}{٨٠}$ = ١٢,٥

كما وان قوى السوق المعتادة أيضاً تتدخل وتقلل من فعالية قرارات اللجنة. وعليه يمكن تلخيص كل هذه العوامل في الجدول رقم (٥) أدناه.

جدول رقم (٥)

	مراحل التحليل			
طريقة قياس الأداء	الحالة الأساسية	ارتفاع سعر الفائدة	تدخل لجنة الأصول والخصوم	تأثير قوى السوق
الفجوة بالدولار Dollar Gap	_ ١٠٠	_ ١٠٠	٥	_ ٧٠
صافي دخل الفوائد (NII)	٤١,٢	٣٩,٢	٣٩,٢	٤٠
صافي هامش الفوائد (NIM)	٤,٥٨٪	٤,٣٦٪	٤,٧٦٪	٤,٢٪
صافي الدخل	١٠	٨	١٤	٨,٨
الزيادة في الأرباح المحتجزة	٦	٤,٨	٨,٤	٥,٢٨
العائد على حق الملكية (ROE)	١٢,٥٪	١٠٪	١٧,٥٪	١١٪
العائد على الأصول ROA	١٪	٠,٨٪	١,٤٪	٠,٨٨٪
مضاعف العائد على حق الملكية	١٢,٥	١٢,٥	١٢,٥	١٢,٥

إن التحليل أعلاه يحتوي على عدة نقاط هامة:

١ ـ عند ارتفاع سعر الفائدة والمصرف في حالة فجوة سالبة (Negative Gap) فإن أداءه يتدنى.

٢ ـ إن كانت إدارة المصرف تتوقع هذا الارتفاع وتمكنت من تعديل محفظتها، يمكن أن يستخدم هذا الارتفاع لمصلحة المصرف.

٣ ـ إن قوى السوق ـ كطلب العملاء على ودائع تحمل سعر فائدة ـ تقلل من أرباح المصرف لمصلحة العملاء.

٤ ـ على الرغم من أن هدف إدارة الأصول والخصوم المباشر هو صافي هامش الأصول NIM والتذبذب فيه، لكن في واقع الأمر ان ادارة الأصول والخصوم تصل إلى أعمق من ذلك ـ الأرباح الصافية ولغاية رأس المال.

ثالثاً: تجارب المصارف والمؤسسات المالية في إدارة الموجودات/ المطلوبات:

أ ـ تطور أسلوب ادارة الموجودات/ المطلوبات:

تواجه إدارة الموجودات (الأصول)/ المطلوبات (الخصوم)، كما تمارس اليوم جملة من الانتقادات. فلأول وهلة، يبدو أن هذا الأسلوب قد حقق درجة عالية من التعقيد، والخبرة الفنية المطلوبة، على الرغم من الوصول إلى وضع أفضل من التكامل والوضوح في المفاهيم. كما أن الإدارات المصرفية قد وصلت إلى حد الفهم الأعمق لأساسيات هذا الأسلوب. فقد أصبح من الثابت لديها أن إدارة الموجودات بمعزل عن المطلوبات تؤدي إلى توجهات متناقضة على جانبي الميزانية العمومية المصرفية، بحيث أن الأداء على جانب الموجودات قد يلغي ثمار الأداء على جانب المطلوبات، وبالعكس، إذ أنه ما لم تكن الفوارق (Spreads) مضمونة (كما كانت في الماضي عندما كانت المصارف تعمل في ظل القيود الحكومية)، فإن إدارة «عدم المقابلة» (Mismatch) بين الموجودات والمطلوبات تؤثر في الربحية لدرجة كبيرة. فقد تضخمت أحجام الموجودات، مثلاً، بسبب أسعار الفائدة المنخفضة على القروض طويلة الأجل، وكان ذلك مقابل ودائع قصيرة الأجل، عالية التكلفة.

وعلى الرغم من أن استراتيجية من هذا النوع تخلّص المصرف من ضغوط السيولة في الأجل القصير، إلا أنها تؤدي إلى تدميره على صعيد السيولة المطلوبة في الأجل الطويل، وكذلك على صعيد مخاطرة سعر الفائدة، وبالتالي تحقيق الخسائر للمصرف.

ب ـ بعض النتائج السلبية لاستخدام أسلوب الموجودات/ المطلوبات:

من بين الضحايا المعروفة لمخاطرة السيولة ما تعرّض له مصرف (Continental Illinios)، بعد أن هربت منه الودائع الأوروبية بالدولار على أثر الإشاعات التي انتشرت سنة ١٩٨٤ حول عدم ملاءته. كما أن حالات الفشل الكثيرة التي واجهتها صناعة مصارف الإدخار في الولايات المتحدة كانت من نتائج سوء تقدير مخاطرة سعر الفائدة. لقد تبلور العديد من العلاقات المتداخلة في استخدام هذا الأسلوب، وذلك عبر الوقت. فقد استنزف رأس المال المصرفي في الحالات التي أسيء فيها تقدير المخاطرة الائتمانية. وقد كان تدهور نوعية الائتمان، بدوره، حصيلة عدم الاكتراث بالقواعد الأساسية لتنويع الموجودات. وعلى صعيد الاستثمارات، فإن بعض المصارف، مثل (Seaman's Bank for Savings) في نيويورك، لم ينجح في تقدير أثر التطورات الاقتصادية المتوقعة. فقد أثقل المصرف محفظته الاستثمارية، خلال النصف الثاني من الثمانينات، بالأدوات المالية عالية العائد، لغرض مواجهة انخفاض ربحيته بسبب تقلبات أسعار الفائدة خلال العقد السابق لذلك. غير أنه فوجيء بمنحنيات متنازلة من العوائد (Inverted Yield Curves)، أي أن أسعار الفائدة كانت أقل للآجال الأطول من الاستثمارات، بحيث أن ارتفاع تكلفة مصادر التمويل قصير الأجل قد استنزف كل ما لديه من أرباح. وهكذا كانت نهاية المصرف، حيث تقدم (Chase Manhatten) لشرائه بودائعه البالغة (٢,٢٧) بليون دولار، وبمساعدة شركة ضمان الودائع الأمريكية (FDIC).

ج ـ ترافق تعقيد الأسلوب مع غياب الاجماع حول تقنياته:

لقد شهد العقد الماضي والتسعينات تطوير أساسيات أسلوب ادارة الموجودات/ المطلوبات، حيث تمت صياغة تفاصيله وتطوير تقنياته. وربما يتوقع المرء أن الادارات المصرفية قد أحكمت سيطرتها على وسائل استخدامه، وهضمت مفاهيمه

وقواعده، على افتراض أن الأسلوب قد استقر في المجتمع المصرفي. غير أن واقع الحال لا يشير إلى ذلك، فقد تناقص اجماع الادارات المصرفية حول امكانات الأسلوب، بل إن هذا الاجماع قد اختفى في بعض الحالات.

د ـ استخدام المشتقات (Derivatives) في تطبيقات ادارة الموجودات/ المطلوبات:

من بين الشواهد على سوء تقدير التطورات المستقبلية في مجال المشتقات ما حصل لمصرف (Bank One). ففي مطلع التسعينات، أخذ المصرف يزيد من شراء المشتقات ضمن مجموعة «الفقرات خارج الميزانية العمومية» (Off - Balance Sheet Items)، وذلك لتدعيم مستوى ربحيته. وقد نالت ادارة المصرف ثناء وتقدير الكثير من المصرفيين بل وحتى الصحافة المالية والمصرفية. غير أن جيرالد كوريجان، الرئيس السابق للبنك الاحتياطي الاتحادي الأمريكي في نيويورك والرئيس الثاني للجنة بازل، قد أبدى شكوكه حول مخاطر المغالاة في التعامل بالمشتقات من قبل المصارف. وكان الكثير يرى أنه متشائم أكثر من المطلوب. غير أنه في نهاية سنة ١٩٩٣، انخفضت أسعار الفائدة، على عكس توقعات الكثيرين من أنها سوف ترتفع (بعد أن كانت قد وصلت إلى حدود دنيا). وقد أدى ذلك بالمصرف إلى تحقيق خسائر كبيرة. وعلى أثر ذلك تبلورت ردود فعل معاكسة (على نطاق واسع) ضد انغماس المصارف والمؤسسات المالية في شراء المشتقات، التي كانت، قبل مدة قليلة فقط، محط إعجاب وأنظار الصناعة المصرفية.

هـ ـ الجذور الأصلية لأسلوب ادارة الموجودات/ المطلوبات:

هناك جذور تاريخية بعيدة لما يبدو اليوم من إرباكات في استعمال أسلوب الموجودات/ المطلوبات. إذ تعود هذه الجذور إلى انقسام الإدارات المصرفية إلى معسكرين مستقلين عن بعضهما، تدفعهما أغراض منعزلة عن بعضها. وقد نشأ هذان المعسكران في أوقات متفاوتة. كما أن كلاً منهما يتصور (ويراه الآخرون كذلك) أنه متناقض في طبيعته مع المعسكر الآخر. غير أنه يمكن القول بأن الأسلوبين ليسا، في حقيقة الأمر، متفاوتين لهذه الدرجة المتصورة. إذ تظهر مجالات التوافق من خلال مراجعة وتمحيص تفاصيل الأسلوبين. لقد كان التأكيد

على التفاوت بين الأسلوبين على حساب تفهّم أساسيات أسلوب إدارة الموجودات/ المطلوبات، أي أن هناك سلبيات عديدة من إهمال وحدة الأسلوب وأهدافه الأساسية، في خضم تشخيص ايجابيات وسلبيات كل منهما.

تخطيط الربح (Profit Planning):

أ ـ التحرير من القيود مقابل التشدد في السياسة النقدية:

انعكس التحرير من القيود على تطبيق أسلوب ادارة الموجودات/ المطلوبات. فقد كان الأسلوب مصاغاً في البداية من خلال العلاقات بين قائمة الدخل (الأرباح والخسائر) والميزانية العمومية المصرفية، حيث انصب الاهتمام على مدى تأثر الهوامش الصافية من الفوائد (Net Interest Margins) المصرفية باتجاهين أساسيين هما:

١ ـ التحرير من القيود، الذي أزال السقوف على ما تدفعه المصارف على ودائعها.

٢ ـ توافق التحرير من القيود مع التشدد في السياسة النقدية للنظام الاحتياطي الاتحادي (البنك المركزي الأمريكي)، منذ مطلع الثمانينات.

لقد كانت بعض المؤسسات أكثر تأثراً من غيرها. ولا بد من أن يشار، بوجه الخصوص، إلى جمعيات الادخار والاقراض (Savings and Loan Associations, SLA's)، التي عانت أكثر من غيرها من المؤسسات المالية من التطورات المطلوبة. فقد وجدت هذه المؤسسات فجأة أن الفوارق (Spreads) لم تعد مضمونة. كما ازدادت المتغيرات المؤثرة في هامش الفائدة (Interest Margin)، من مجموعة واحدة على جانب الموجودات إلى مجموعتين إحداهما على جانب الموجودات، والأخرى على جانب المطلوبات.

ب ـ نشوء مدرسة «تخطيط الربح» وتطوير برامجيات المحاكاة (Simulation Software):

كان من بين التطورات الأساسية نشوء ما يسمى بمدرسة «تخطيط الربح» في إدارة الموجودات/ المطلوبات. في مثل هذا النموذج، يتم قياس حساسية سعر

الفائدة من خلال منهجيات إدارة الفجوة (Gap Management)، بشقيها الساكن والمتحرك. كما أتاحت برامجيات المحاكاة أمام الادارات المصرفية إعداد توقعات (تنبؤات) بديلة عن بعضها حول هامش الفائدة الصافي، التي تمتاز بالقياس والقدرة على المقارنة، مما جعلها أكثر قدرة على متابعة أثر تركيبة الموجودات في أثرها على القدرة الإيرادية المستقبلية للمصرف.

غير أنه اتضح أن الأدوات الجديدة لم تحرر المصرف من المخاطرة بشكل ملحوظ. فقد بقيت المصارف تواجه مهمة التحسب من الطوارىء، واتخاذ بعض القرارات الخاطئة، على الرغم من الاستخدام الكثيف للبرامجيات. ومع ذلك، فإن مخاطرة سعر الفائدة دخلت في مرحلة التقييس والتفصيل الدقيق. وقد قاد ذلك إلى دراسة أثر البيئة المفترضة المحيطة بأسعار الفائدة، وذلك بطرق معقولة. كما أتيحت السيناريوهات (أو المشاهد) في تصميم المحاكاة المطروحة للإدارات العليا وذلك من خلال تلخيص التفاصيل الكثيرة وعرضها بشكل موجز وواضح.

إلا أن كون «محاكاة التوقعات» قابلة للعرض بشكل ملخص ومبسط للإدارة العليا لا يعني أن تفاصيل تنفيذها كانت بذات البساطة. بل على العكس من ذلك، كانت برامجيات المحاكاة معقدة، وتتطلب الخبرات الفنية العالية من المستعملين. هذا إلى جانب التكلفة العالية للبرامجيات، التي قد تصل تكلفة الواحدة منها إلى حوالي (١٠٠) ألف دولار. أضف إلى ذلك تكاليف التدريب والوقت الضائع، والأخطاء المحتملة أثناء ممارسة الأساليب الجديدة، مما يعني مضاعفة التكاليف المباشرة.

ج ـ المتطلبات المعلوماتية لبرامجيات المحاكاة:

لقد تطلبت البرامجيات الحديثة تجديداً ملحوظاً في المعلومات المتاحة للمستعملين. فمثلاً، لم تعد البيانات البسيطة حول أساليب «إعادة التسعير» (Repricing) كافية لاتخاذ القرارات. وإذا كان الغرض من المحاكاة هو التنبؤ بالنتائج المتوقعة، فإنه لا بد من أخذ التغييرات الحقيقة في مجال «إعادة التسعير» بنظر الاعتبار، مثل أثر تأخر الاستجابة لحركة الأرقام القياسية (Lagged Indexes)، كما ينعكس ذلك في مقاييس تكلفة الأموال للرهونات العقارية التي يتم التعاقد عليها مع مؤسسات التوفير. مثل هذه القضايا هي ليست بالسهولة التي

تبدو عليها، لأنها تعني، في حالة العديد من المؤسسات المالية، أن ردود فعل محفظة الرهونات العقارية قد تتأخر لمدة تزيد على السنتين، قياساً بالحصول على المعلومات اللازمة لإعادة التسعير. كما أن السرعة التي تتم فيها عمليات التسديد المبكر تتطلب مجموعة من الإفتراضات مصاغة ضمن هيكل المحاكاة. أضف إلى ذلك، أن الحساسية الفعلية لأجزاء كبيرة من الودائع الأساسية (Core Deposits) التي تظهر في الميزانيات العمومية، تعكس كلاً من قرارات إدارة المصرف وحركة الأسعار في الأسواق.

د ـ مشكلات استخدام أسلوب المحاكاة:

بسبب التعقيدات الكثيرة المشار إليها أعلاه، فقد تعرضت أساليب محاكاة ادارة الموجودات/ المطلوبات إلى فقدان المصداقية والقدرة على تلبية احتياجات الإدارات المصرفية. إذ قد يكون من الممكن تلخيص أو تكثيف مخرجات البراجيات. غير أن إستناد المحاكاة أصلاً إلى مجموعة كبيرة من الإفتراضات قد أدخل الكثير من عناصر عدم التأكد في عملية إدارة الموجودات/ المطلوبات. وبعبارة أخرى، فإن المبادلة (Trade - off) الحقيقية هنا هي بين بساطة النموذج ودقة معلوماتها. فكلما اتجهت المعلومات نحو التلخيص والتكثيف، كلما غدت التفاصيل اللازمة لحسن اتخاذ القرارات أقل وضوحاً. ومن بين ما يذكر هنا أن إدارة المصارف الأمريكية (وبسبب عدم طرح التفاصيل أمامها والاكتفاء بالخلاصة فقط) لم تتوقع احتمال انقلاب منحنى العائد (Yield Curve) (أي أن أسعار الفائدة للآجال الأطول هي أقل من تلك المتحققة للآجال الأقصر)، مما أدى إلى تحقق خسارة كبيرة تمثلت بفوارق سالبة (Negative Spreads).

كما أنه في الوقت الذي بعدت فيه الشقة بين التفاصيل اللازمة لاتخاذ القرارات من قبل الإدارة العليا وبين التفاصيل المطلوبة للعمليات، فإن المشكلات تعقدت بسبب عدم وضوح طبيعة وآثار التحرير من القيود في مطلع الثمانينات. فبعد أزمة مؤسسات (جمعيات) الادخار والاقراض (Savings and Loans Associations (SLA's)، فرضت السلطات الرقابية على المؤسسات الادخارية (مؤسسات التوفير) استخدام طريقة «صدمة التغير في الأسعار» (Rate Shock Methods) لقياس

درجة التعرض للمخاطرة (Risk Exposure). وقد يكون هذا التغيير في استخدام الافتراضات مفيداً للسلطات، إلا أنه برهن على عدم جدواه للإدارة العليا. إذ أن الأخيرة غير مستعدة لجعل قراراتها مستندة إلى أسعار مفترضة قد لا تتحقق مطلقاً. وهكذا تباعدت مداخل السلطات الرقابية عن مداخل الإدارات المالية والمصرفية، وصارت الجسور بينهما صعبة، بسبب تفاوت النظرة والتوجهات.

ادارة المخاطرة (Risk Management):

أ ـ نشوء مدرسة «ادارة المخاطرة»:

تزايدت دقة أساليب ادارة الموجودات/ المطلوبات عبر الوقت، بعد أن كانت قد بدأت مجرد أساليب للتنبؤ. وفي هذه الأثناء، برزت مدرسة جديدة في ادارة الموجودات/ المطلوبات باسم «مدرسة ادارة المخاطرة» وصارت تطرح أفكارها عن كونها أسلوباً متفوقاً على مدرسة «تخطيط الربح». ومن بين أهم الانتقادات التي وجهتها إلى «تخطيط الربح» أن أفقه الزمني قصير جداً، لا يتعدى (١٢) شهراً، وهي المدة التي استخدمت أصلاً في تخطيط الربح. إذ أن كلاً من المشرفين والمراقبين أخذوا يؤكدون على أهمية إطالة الأفق الزمني ليصل إلى خمس سنوات أو أكثر. هذا إلى جانب تأكيدهم على أثر فقرات الميزانية العمومية على التدفقات المستقبلية للإيرادات والمصروفات، من حيث ضرورة حسابها على أساس القيمة الحالية (Present Value) وتعاد صياغته في علاقته مع أسعار السوق.

ب ـ الخصائص الأساسية لإدارة المخاطرة:

تميزت مدرسة ادارة المخاطرة باستنادها إلى ركنين أساسيين، قياساً بمدرسة تخطيط الربح، هما:

١ ـ طبيعة المنطلقات والمتغيرات المبحوثة: فبدلاً من التأكيد على كيفية أداء المصرف والمؤسسة المالية في ظل ظروف تغيير الأسعار السائدة، توجهت هذه المدرسة إلى قياس أدائهما مقارنة بالمصارف والمؤسسات الأنداد (Peers) في الصناعة المالية والمصرفية.

٢ ـ تغيير الأساليب المستخدمة، فقد ازدادت التعقيدات المنهجية (أو الرياضية)

بهدف تحسين القدرة على قياس المخاطرة. كما تبلورت توجهات نحو توحيد أساليب معايير التعرض للمخاطرة، بدلاً من التأكيد على خصوصيات المستعملين المؤسسيين، وكذلك نحو الطرق الموحدة التي تسمح بإجراء المقارنات بين المصارف والمؤسسات.

ج ـ مجالات توحيد أساليب قياس المخاطرة:

١ ـ بدلاً من التركيز الشديد على مخاطرة سعر الفائدة، فقد استخدم التوحيد (Standardization)، ولأول مرة، في بلورة مقاييس «مخاطرة رأس المال المصرفي» (Risk - based Capital)، في إطار مقررات لجنة بازل (Basle Accord) التي اعتمدت في تموز عام ١٩٨٨. فقد أكدت المقررات على التفاوت الكبير بين شرائح الموجودات المصرفية لغرض التمكن من تطبيق المعايير الدولية الموحدة للملاءة المصرفية. وهكذا فقد عبّرت هذه المعايير عن مطاليب واهتمامات «مدرسة إدارة المخاطرة»، المتمثلة بتحليل مخاطر شرائح الموجودات وترجيحها وأخذ ذلك في الاعتبار عند تقرير الحاجة إلى رأس المال المصرفي.

٢ ـ في مجال تقدير التعرض لمخاطرة سعر الفائدة، تعاظمت توجهات السلطات الرقابية نحو تحديد تلك المؤسسات التي تتعرض أكثر من غيرها لهذا النوع من المخاطرة. كما كان التوجه واضحاً نحو تعديل الأفق الزمني على غرار ما تم من تطبيق مقاييس الملاءة المصرفية في مجال حساب أوزان المخاطرة (Risk Weights) (متانة رأسمال المال المصرفي في إطار مقررات لجنة بازل). وعلى الرغم من بعض أوجه القصور في هذا المجال، فإنه أمكن، دونما شك، تشخيص تلك المؤسسات التي تتعرض، أكثر من غيرها من الأنداد، لمخاطرة سعر الفائدة.

المقارنة بين الأسلوبين: «تخطيط الربح» و«ادارة المخاطرة»:

أ ـ السمات الأساسية للأسلوبين:

لكل من هذين الأسلوبين نقاط قوة ونقاط ضعف. إذ أن أسلوب «تخطيط الربح»، يخاطب الإدارة العليا في سعيها لتحسين الربحية. منطلقة من العاملين في قواعد الهيكل التنظيمي. أما «إدارة المخاطرة» فهو أسلوب استراتيجي في

منطلقاته، يتميز بالنظرة العريضة وطويلة الأجل، ويعكس توجهات قمة الهيكل التنظيمي في المصرف. ويمكن تلخيص السمات الرئيسة لأسلوبي إدارة الموجودات/ المطلوبات فيما يأتي:

تخطيط الربح	ادارة المخاطرة
قصير الأجل	طويل الأجل
تكتيكي (تشغيلي)	استراتيجي
التوجه نحو الدخل	التوجه نحو الأمان
وحيد الاتجاه	متعدد ومتكامل الاتجاهات
آلي، ميكانيكي	يعمل في اطار بيئة المصرف
يقوم على تصنيف المتغيرات المفترضة	ينطلق من الواقعية
محدد، مقيد	غير محدد، غير مقيد
مهيكل لدرجة كبيرة	غير مهيكل في الغالب

تعكس السمات أعلاه أركان القرار الإداري المستند إلى ادارة الموجودات/ المطلوبات، وهي تمثل مجموعة من العوامل المتفاعلة مع بعضها، ضمن أي من الأسلوبين. وقد يعكس القرار الإداري بعض أو معظم أو كل هذه الخصوصيات من أي الأسلوبين. إذ يعتمد الأمر على عوامل عديدة، منها المناخ الثقافي السائد في المصرف كمنظمة. وتتغير هذه العوامل عبر الوقت، مما يعني إمكانية تحول الإدارة من انتهاج الأسلوب الأول باتجاه الأسلوب الثاني أو بالعكس. كما قد تمزج الإدارة بين مكونات الأسلوبين، أو قد تميل نحو أحدهما في ظروف معينة، مثل التوجه نحو تخطيط الربح في حالة الإهتمام بالتنبؤ، ونحو ادارة المخاطرة أثناء اجتماعات «لجنة ادارة الموجودات/ المطلوبات» (Asset/ Liability Management Committee, ALCO).

ب ـ التفاوت بين الأسلوبين:

على الرغم مما جاء أعلاه، فإن الصناعة المصرفية ما زالت تنظر إلى الأسلوبين وإلى المنهجيات المرتبطة بهما، وكأنهما بديلان عن بعضهما البعض. فالمصرفيون المحافظون ينظرون بالتهكم والإزدراء إلى أسلوب «إدارة المخاطرة» في حين ينظر المراقبون والمصرفيون المهتمون بالمخاطرة إلى أسلوب تخطيط الربح على أنه غير قابل للتطبيق.

ج ـ صعوبات تطبيق ادارة الموجودات/ المطلوبات:

تتمثل المشكلة الأساسية في تطبيق إدارة الموجودات/ المطلوبات من التكوين المزدوج المتأتي من وجود الأسلوبين المشار إليهما أعلاه. فعلى الرغم من التقدم الكبير الذي أحرزته ادارة الموجودات/ المطلوبات، فإنها ما تزال تعاني من التوجهات النظرية التي تبعدها عن مجريات التطبيق العملي. فالأسلوب مليء بالمعادلات الإحصائية والرياضية المعقدة مثل «محاكاة مونتي كارلو»، و«صدمات الأسعار»، (Rate Shocks)، و«القيمة السوقية لمحفظة أدوات الملكية»، وقضايا «تقلب الأسعار» (كما يعبّر عنها بالمعادلات المقعرة Convexity Equations). كل ذلك يجعل الأسلوب معقداً أمام المستعملين، بل يقيم جداراً أمامهم يتمثل بصعوبة الفهم.

د ـ نتائج المشكلات والصعوبات:

لقد أعادت المشكلات والصعوبات المشار إليها أعلاه التطبيق الطموح لمعطيات إدارة الموجودات/ المطلوبات، حتى بين صفوف المهنيين والمهتمين في الميدان. فمثلاً كان قرار النظام الاحتياطي الاتحادي في الولايات المتحدة الأمريكية حول ضرورة إخضاع (٤٠٪) من الودائع الجارية المربوطة لخمس سنوات، توجهاً غير معقول في الصناعة المصرفية. وحتى التبرير الذي طرح لدعم القرار لم يكن مقنعاً، إذا لم يأخذ النظام الاتحادي في الاعتبار «مثلاً» درجة استقرار مثل هذه الودائع القاعدية مما أدى إلى إبقاء المسافة واسعة بين أسلوبي «تخطيط الربح» و«ادارة المخاطرة»، وذلك بما يناظر المسافة بين المصرفيين والمراقبين.

العودة إلى الجذور (Returning to the Roots):

أ ـ ادارة الموجودات/ المطلوبات تعاني من المغالاة في التعقيد:

في خضم هذا التناقض وسوء الفهم، فإنه حريّ بنا أن نعود إلى طبيعة ادارة الموجودات/ المطلوبات. لقد ابتدع هذا الأسلوب أصلاً لمساعدة المصارف والمؤسسات المالية للبقاء على قيد الحياة، وتحسين أدائها في الأجل الطويل، بتوجيه من الإدارة العليا. غير أن الأسلوب دخل في دوامة التعقيدات، ومشكلات التعريف وإعادة التعريف، مما جعله يبتعد عن أصله. فلم يكن الغرض منه، أساساً، تخطيط الربح، أو إدارة المخاطرة، أو أي غرض يخدم أهداف المراقبين والمفتشين. كما لم يكن الغرض منه مجرد توليد حجم كبير من المعلومات (مثل المقاييس المعقدة لقياس مخاطرة الفائدة)، ذلك لأن مثل هذه التعقيدات الرياضية لا يفهمها إلا الخبراء المتمرسون فقط. أما الإدارة العليا فإنها تستطيع تصريف أمور المصرف بدون الحاجة لهذه التعقيدات وأكداس المعلومات. بل إننا نؤكد أن أسلوب إدارة الموجودات/ المطلوبات سوف يعاني كثيراً من كونه حكراً على مجموعة محدودة من الخبراء والفنيين، دون أن يكون متاحاً لمن يتحمل مسؤوليات الإدارة اليومية لمحافظ الموجودات والمطلوبات.

لقد كان الأسلوب في الماضي يعاني من عدم معرفة الإدارات المصرفية بمزاياه وخصوصياته، مما جعلها لا تستفيد منه بالشكل المطلوب. أما اليوم فإنه يعاني من شدة التعقيدات الرياضية والإحصائية، ومن التفسيرات المتعددة والمتناقضة.

ب ـ ضرورة العودة إلى الجذور:

قد يقول البعض أنه لا حاجة إلى العودة لجذور أسلوب إدارة الموجودات/ المطلوبات، لأن الإدارات المصرفية والجهات الرقابية معاً، قد حافظت على ولائها له، والحرص على تطبيقه، بدون الإكتراث بالقضايا الثانوية. قد يكون هذا صحيحاً، إلا أن المشكلة تبقى متمثلة بالمناقشات الطويلة التي أربكت المجتمع المصرفي. من هنا جاء تأكيد هذه الدراسة على ضرورة العودة إلى جذور

الأسلوب، على صعيد المفاهيم والممارسات العملية. ولذلك فإن هناك دعوة للعودة إلى الأساسيات والأسبقيات.

لقد مرت الصناعة المصرفية بظروف قادتها إلى نسيان الأساسيات والاهتمام بالقضايا الثانوية على حساب السلامة المصرفية. ومن الأمثلة على ذلك المشكلات التي عاشتها في مجال القروض للدول النامية، والاستثمار في العقار من خلال صناديق الأمانة (Trust Funds) والمعاملات ذات الرفع (Leverage) المالي العالي، والتعرض للمخاطر الكبيرة في تمويل مستوردات الطاقة، والاستثمار في المباني التجارية، وغيرها الكثير. وقد أسهمت هذه المشكلات في نسيان المرونة التي يتمتع بها أسلوب إدارة الموجودات/ المطلوبات. كما أنه من الصعب الاقتناع بأن انتشار الطرق والتقنيات المعقدة سوف يخدم التطبيق الأوسع لهذا الأسلوب المهم.

Sixth Issue

Towards Securitisation - Trends in the International Financial Markets

John M. Van Deventer
Goldman Sachs International Ltd

Over the course of the past few years, there has been a marked increase in the level of securitisation in the international financial markets. It is clear that the technology and process of securitisation is proliferating from the US and the UK to a number of other jurisdictions and markets. Indeed, as securitisation was one of the great dynamics of the financial markets in the United States throughout the past decade, today's conventional wisdom holds that the phenomenon will repeat itself in the 1990s in the international markets. Of course, such conventional wisdom must be measured against the particular circumstances of the international markets, and the degree to which factors critical to the growth of securitisation in domestic markets exist or have application on an international scale.

I. BACKGROUND

The 'internationalisation' of the securitisation phenomenon is premised upon its adaptability to widely different markets, issuers, investors and strategic objectives. Indeed, this is its raison d'être - for securitisation, ie the conversion of illiquid assets to marketable securities - is the process by which balance sheet objectives are matched and accommodated to capital markets opportunities. An historical review is illustrative. The technology of securitisation was first deployed by the US government, which by guaranteeing the performance of otherwise illiquid home loans, succeeded in attracting new sources of capital into the housing sector without resort to its own borrowing capacity. The process was subsequently adopted by US thrift institutions, initially to circumvent intra-state banking prohibitions. However, securitisation took on increasing importance to the thrift industry as interest rates de-stabilised, retail deposits disintermediated and credit

ratings and access to the capital markets deteriorated. To UK centralised mortgage lenders, securitisation was developed to exploit an arbitrage between retail and wholesale borrowing rates. For well capitalised US insurance companies securitisation was adopted to facilitate diversification into profitable non-core business like home lending (as well as to grow core business through cross-marketing synergies) without misapplying policy-holder funds or distorting balance sheets. The same process is now currently underway in the UK insurance sector. For non-financial institutions (eg General Motors, Ford and Sears) securitisation is a tool used to drive retail distribution, as well as to capture retail/financial services synergies. For banks facing Cooke ratio requirements and a deregulated Europe, securitisation offers an important alternative in the critical process of effectively deploying capital. Thus, it is hardly surprising to see well capitalised banks like Citicorp and Barclays in the forefront of their respective markets. A number of the other banks in a number of jurisdictions, including Canada, France, Sweden, New Zealand and Australia, are in the process of initiating asset securitisation programmes.

II. APPLICATION TO THE BANKING INDUSTRY

Indeed, while the process of securitisation can be adapted to suit any number of situations, the trend is likely to manifest itself most dramatically in the banking sector - and not solely because banks currently hold the bulk of securitisable assets. The new risk based capital standards, the ongoing process of disintermediation, and the accelerating industry-wide consolidation are fundamentally changing the business of banking. Gone are the halcyon days of collecting deposits to make a matched book of loans. Today's equity markets are forcing bank management teams to reconsider and redefine traditional measures of bank profitability. Securitisation will serve as a self-perpetuating catalyst of change within the banking sector as financial intermediaries adjust funding agendas, investment portfolios and business strategies to accommodate increasingly discerning bank equity markets.

Traditionally, the equity markets valued a bank on the basis of whether a positive interest was earned - this spread, net of expenses, was then compared to the aggregate capital of the bank. The aggregate return on capital in turn was compared to the performance of other banks, and an individual institution was pronounced weak or strong, and valued accordingly. Little attention was paid to which individual components of a bank's business were profitable and to whether the bank's capital was being optimally deployed. For example, consideration was typically not given as to whether value was added in deposits, or in loan origination - it is quite possible that a particular

bank's deposit business could stand on its own, but without cross-subsidisation in the form of below market funds or shared expenses, lending was uprofitable.

Under such circumstances, a bank would be more profitable, on a risk adjusted basis, if it dropped the lending business and instead sold its funds on a risk free basis in the wholesale market, ie by purchasing government obligations. For example, assume a limited amount of capital (2%) invested in plant and equipment - risk adjusted capital required for central government obligations is zero. The net cost of deposits would need to be only 30 bp lower than the equivalent maturity government obligation in order to assure a 15% return on capital. A 15% return on capital would be extremely attractive on a relative basis given that the volatility of returns approaches zero under such circumstances. If, on the other hand, regulators require banks to hold capital at 6% of assets, the net cost of deposits would have to be 90 bp lower than the government obligation to generate the same return on capital. The imposition of regulated (as opposed to market) capital requirements is the reason why highly geared US money market mutual funds investing in Treasury securities have historically competed successfully against banks for retail funds. It also demonstrates why banks have been forced to hold much riskier assets than Treasuries. The equity market demands risk (and return) commensurate with the level of capital deployed.

Today, non-bank competitors provide ready equity/return benchmarks for banking's component businesses. Money market funds, unit trusts and insurance annuity products compete for deposits. Mortgage bankers, centralised lenders, insurance companies and institutional investors compete for loan origination. Mortgage bankers, centralised lenders and non-financial institutions compete for transaction processing. Money management is conducted by mutual funds, money managers and insurance companies (see Table 1). Although the process of collecting deposits and making loans was once viewed as a single business, each step in the intermediation process can, and now does, operate on its own. These competitive benchmarks force today's bank to view itself as a collection of businesses. In Table 2, the process is broken into four illustrative components: (1) The Depositary which collects funds; (2) Loan Origination which deploys funds collected by the Depositary; (3) Transaction Processing which services assets originated by Loan Origination and/or performs the clearing process; and (4) Money Management which 'buys' money, either from the Depositary or the capital markets, and 'invests' money, either in the bank's own loan production, or in other assets (securities) available in the market.

Given the existence of external competitive equity benchmarks, a bank's commitment to each component business must be appraised by reference to the risks, rewards, and capital required for that specific component business. Separating the business of banking into its component parts allows an evaluation to establish true profitability, accurately allocate expenses, and identify and eliminate cross-subsidisations. Because of the different level of capital required, each component of the traditional banking business has a different level of required profitability. Low risk (low capital) business can be supported by low returns. High risk (high capital) businesses require high returns (see Table 3). As the equity markets only pay for value added, engaging in businesses with an appropriate capital gearing relative to more efficient alternative provides will squeeze margins, reduce return on capital, detract capital from more attractive opportunities and accordingly reduce institutional value.

III. PORTFOLIO OPTIMISATION

A bank's securities portfolio takes on a new light in this analysis - enabling it to function increasingly as a competitive money management business and an independent profit centre. Traditionally, a bank's securities portfolio served primarily as a liquidity function and as a place to warehouse funds until otherwise profitably deployed. However, with the bank equity market's shift in focus from return on assets to return on capital, optimising returns in the securities portfolio becomes imperative. Effective money management can increase bank earnings dramatically, find hidden capital in the balance sheet, and better insulate an institution from interest rate risk and hostile acquirors.

Take, for example, a bank operating close to maximum leverage and considering new on-balance sheet investments. Prior to introduction of the Cooke ratios, the bank had four basic alternatives. It could either retain profits, raise additional primary capital, dispose of an equal volume of assets, or forego the investment opportunity (see Table 4). Increasing retained profits is not often commercially or strategically feasible. Issuing common equity and shrinking the bank's asset size or book of off-balance sheet business are both relatively expensive in terms of their dilutive impact on earnings. By contrast, and in light of the Cooke ratios, rearranging the bank's investment portfolio might provide a very cost efficient way to raise risk-weighted capital ratios.

Assume, for example, the case of a bank that currently holds §10 million in floating rate commercial loans with a net yield (after servicing costs and loan loss provisions) of LIBOR plus 20 bp. The loans have a risk weight of 100%

and therefore must be backed with §800,000 in capital, of which §400,000 must be shareholders' equity. Assume that the remaining §9.2 million is financed at LIBOR. This investment generates gross profit of §140,000. This represents a 17.5% return on capital, and a 35% return on stockholders' equity (see Table 5). If, however, the bank sold the loans, the same §800,000 in capital could be used to back a §20 million investment in a sterling floating rate mortgage-backed note with a yield of 32 basis points over LIBOR. In this case, §19,2 million would be financed at LIBOR, and the investment would produce a gross profit of §184,000, for a 23% return on capital and a 46% return on shareholders' equity. The swap generates a 31% increase in the bank's return on equity. Furthermore, the bank would be moving from unsecured commercial loans into AAA rated, highly liquid assets. The results are significantly more dramatic with, for example, US agency mortgage-backed securities. In fact, portfolio adjustments can increase capital ratios and earning at the same time, thus essentially generating capital at a negative cost (see Table 6).

As demonstrated by this example, the opportunity and need for banks to optimise capital through the management of its securities portfolio will impact and accelerate the process of securitisation in a number of ways. In particular, it will create an inherent incentive for financial institutions to securitise assets in order to increase balance sheet liquidity and management capability, to increase fee-related income to ensure a ready market for loan origination production and to maximise returns on its securities portfolio. The capital markets will increasingly provide a funding source for investment which have an important fee income or cross-subsidy role in a bank's business, but one which cannot be justified on a bank's own balance sheet in terms of return on capital. This will be particularly true as institutions look increasingly to foreign and unfamiliar markets for investment opportunities, where the need to dispose of credit, currency and interest rate risk will become increasingly acute. Through the technology of securitisation, banks will enlist the markets to provide the capital subsidy to those integral and necessary banking functions which otherwise historically have been subsidised by the bank's own balance sheet. This re-ordering of capital within and without the banking sector, an exercise in efficiency, underlies the ongoing disintermediation process.

IV. SOURCING NEW CAPITAL

Of course, the technology of securitisation only serves these ends to the extent that it succeeds in attracting new sources of capital to the particular venture at hand. If new capital is not sourced, the securitisation exercise is essentially frustrated. Witness the early days of the sterling mortgage-backed

securities market: great effort and cost was applied, impressive technology was developed and a volume of securities was issued. Unfortunately, the same London-based banks who were funding the centralised lenders on balance sheet were, at first, the exclusive buyers of the securities. Thus ensued a situation where the funding arbitrage underlying the UK securitisation initiative was being realised in large part by the investor rather than the issuer. The situation was reflected in the increasing spread on each successive securitised issue, as well as in the parallel upward shifts in the cost of bank lines to this sector. Securitisation accomplished little other than to develop a complicated and cost intensive alternative (but not cumulatively incremental or cheaper) bank borrowing vehicle. The situation subsequently has been resolved in a significant degree through a combination of aggressive investor education and market responsive structural innovation.

Indeed, today, non-primary market sources of capital underpin the UK mortgage-backed securities market. By segmenting risk and reward according to investor preference, the technology of securitisation attracts otherwise unavailable institutional sources of capital. For example, a US insurance company or Japanese leasing company is an unlikely candidate to take a primary position in the UK residential housing market. Neither party is in an advantage position relative to the primary market participants to understand and monitor the risks and rewards of such an investment. Yet, once pooled, credit enhanced and engineered into liquid securities with familiar and easily palatable characteristics, such institutional sources of capital can be effectively tapped. Managed mortgage security investment funds have recently been successfully marketed in Japan and Europe to first time investors and represent valuable user-friendly 'primers' to institutional investors who over time are likely to become direct investors in their own right. Meanwhile, securitisation initiatives in non-primary lending markets will provide convenient and readily understandable opportunities for primary market participants to diversify their own securities investment portfolios.

V. THE SEQUENCE OF EVOLUTION

While virtually all types of assets can and have been securitised, the size and relative homogeneity of consumer loans markets and products facilitates the process. Thus the process of securitisation on an international scale is most likely to be witnessed first, and most dramatically, in the various consumer lending markets. The templates for securitisation initiatives, both from an investor and issuer perspective, are in place and create a natural momentum in these markets. Moreover, in an era of disintermediation of traditional corporate banking functions and increasing multi-national and multi-

industry competition for financial services opportunities, the consumer markets, quite simply, are just too large to ignore. For example, the total US mortgage market alone is estimated to be close to $3 trillion; it outstrips the much vaunted US federal government debt by over 40% and represents 45% of total debt outstanding in the United States. Similarly, the UK mortgage market, estimated to be approaching §200 billion, outstrips and has in recent times consistently grown faster than the retrenching government gilt market. The French market stands at FF1.5 trillion, the German market is approaching DM4 billion and the Japanese market is estimated to stand at approximately y74.5 trillion. In each of these and other countries, the mortgage market is huge and each has the potential to grow much larger in the face of government sponsored home ownership initiatives. Furthermore, the mortgage relationship is typically thought to be the key to exploiting retail cross-marketing synergies. Not surprisingly, much of the restructuring currently taking place in the European financial services industry has a retail oriented dynamic.

Witness, for instance, the United States. Over $640 billion of the US mortgage market is securitised. Over 35% of mortgage secured by first liens on single residential homes are securitised, and 70% of residential mortgages originated in 1989 have been or will be securitised. In total, over a trillion dollars of mortgage securities have been issued and, in 1989 alone, over $110 billion of mortgage securities were issued. Other consumer oriented markets - in particular, revolving credit cards and automobile loans - are experiencing similar relative magnitudes of growth. While the US, like any market, developed as it did due to factors peculiar to its own experience, the numbers are nonetheless and in any event compelling, and reflect the self-perpetuating character of the disintermediation process in the face of an increasingly capital markets oriented consumer finance system.

The US mortgage industry, a once cosy and predictable business, has changed dramatically during the past ten years. Securitisation has lured new participants into the industry, driving out many of the less efficient. Mortgage lenders now compete for a more sophisticated, cost conscious consumer. A broad array of loan types and other services is now delivered through computerised distribution systems. The secondary mortgage market has become the primary source of mortgage funding, drawing capital from investors across the globe. Consolidation in the primary mortgage market has been rapidly accelerating in a hitherto fragmented market. Mortgage banking firms and thrift institutions have been acquired by such non-traditional mortgage market participants as auto makers, insurance companies, retailers and commercial and foreign banks. These players include Sears, Roebuck & Co, Prudential Insurance Co, General Motors,

Ford Motor Company and investment bankers, among others. New mortgage instruments are continuously being created to ensure a link to the capital markets and an everexpanding mortgage investor base, making mortgages more attractive to invest in and more efficient to trade and hold. Cash flows have been carved up to suit specific types of investors, opening the market to insurance companies, mutual funds, international investors, pension funds, individuals and others. Virtually everything about the mortgage industry, from the way in which a loan is originated to the investor who ultimately funds the loan, has changed throughout this period.

The scenario might well sound familiar, as the same process in seemingly now underway in the UK retail markets. Deregulation and disintermediation has given rise to a host of new players, products and investors. New primary market participants include foreign banks, insurance companies and the new mortgage boutiques. Meanwhile, growing confidence in the long-term viability of the UK secondary market has attracted a number of new secondary participants (both on the issuer and investor sides) and significant corporate strategies premised on such viability have been undertaken. New mortgage products and new security structures are continuously being introduced to exploit primary and secondary market niches and opportunities. As with the US market, the process has a self-perpetuating quality - each new issue, each new issuer and each innovation brings new issuers and new investors into the market. The process is likely to repeat itself in other markets as those markets begin to forfeit their purely domestic character. There have been mortgage securities issued or government sponsored programmes announced in a number of jurisdictions.

VI. TOWARDS AN INTERNATIONAL SECURITISATION MARKET

As witnessed by the historical course of events in the evolution of the secondary markets in the US and the UK, and ultimately of perhaps greatest significance to the development of the international sector, is the fact that the expansionist movement in the secondary markets will not be restricted to traditional participants. Rather, a broad array of multi-national financial institutions and corporates will be increasingly drawn to the secondary markets by the disintermediation of traditional corporate lending opportunities, by consumer oriented cross-marketing economies, by the forecast of growth and strength in various traditional markets, by the need for asset/liability management in increasingly competitive and sophisticated markets and by the critical need for financial institutions to optimise capital.

Of course, one's view of the speed with which changes will occur must be

tempered to recognise that the trend towards globalisation in the financial markets may face its greatest and most stubborn challenge and, if ultimately successful, cause the most profound change in the various consumer lending markets. In Europe, as is the case in the United States and in Japan and elsewhere, it is this sector of the financial markets that is most deeply embedded in idiosyncrasies peculiar to a particular culture's tradition of property possession and ownership. The rites of personal property ownership are, or at least have been, an inherently domestic phenomenon. Understanding the nuances of a foreign market can be difficult; attempting to transfer technology, to develop homogeneity of product and process and to achieve economies of scale can be daunting. Furthermore, mortgage markets in many jurisdictions have tended to be characterised by rigid regulatory systems which, while ratified to foster home ownership, have had a secondary but very pronounced if unintended effect of inhibiting competition external to the regulatory scheme. Thus, as exemplified by today's German Pfandbriefe banks, by the british building societies of five years ago, and by the US thrift industry through the post war era until the mid 1970s, retail markets have been characterised by closed, cartel-type competitive environments. Even in newly deregulated markets, inertia may prevent easy accessibility to certain markets. As anyone who has been involved in a securitisation project knows too well, the process is never an easy one - and the 'vanilla' transaction remains elusive. By its nature, securitisation involves innovation. By definition, innovation implies time and cost. Not surprisingly and in large part for this very reason, the US securitisation new issuance market is increasingly characterised by frequent and efficient users.

Nonetheless, the once insular domestic markets are indeed turning global, in a number of manifestations and in response to a number of market forces. In Europe, for instance, the spectre of aggressive new competitors in the various domestic markets has driven home the need for traditional participants to develop an appropriate response to the new reality. It is clear that financial institutions and, indeed, corporates, will need to realign business not only to exploit opportunities in new markets, but also to protect current market volumes and advantages. The restructuring is well underway, but not nearly complete. Institutions which are able to adapt to exploit new realities and opportunities in a expanding international marketplace will flourish at home and abroad, insulated from shifting competitive dynamics in deregulated domestic markets. Institutions which fail to exploit new opportunities will find sophisticated and multi-faceted supra-national financial institutions with overwhelming capital resources, analytical tools and marketing strengths. To witness this phenomenon, one need only look at the example of the haves and have-nots that have emerged in the post-deregulation environment in the United States and the identical process

which is now underway in the UK. To survive and thrive, institutions will need to achieve asset generation and, concurrently, funding capabilities beyond their own borders and beyond their traditional lines of business. The process of debating and implementing strategies is well underway. Not surprisingly, the strongest and best managed of these institutions are approaching the issue opportunisticaly rather than defensively, ie looking for opportunities to expand across borders even as their own borders become exposed. The speed with which the inertia of an entrenched domestic market ultimately can be overcome in the wake of deregulation is evident in the breakdown of the once but now defunct British building society cartel over the course of the past few years the recent emergence to dominance of nationwide mortgage lenders in the one highly fragmented US market.

VII. CONCLUSION

The collective impact of trends in the financial services markets, trends which are being pushed to the forefront by such events as the unified Europe initiative, the capital convergence standards and the globalisation of the financial markets generally, will be several and, to a degree, potentially countermanding: a broadened appeal and understanding of securitised assets across a significantly expanded and international investor base, a broader array of securitised investment alternatives and opportunities, a shift in yield relationships among these alternatives and an increased focus on direct investment opportunities across domestic borders. The trend towards securitisation is neither surprising nor aberrant - but rather is consistent with the natural evolution of a mature and increasingly sophisticated international capital market. Nor is it difficult to anticipate acceleration of the process in anticipation of certain pending events, including, in particular, the unified Europe initiative and implementation of the Cooke ratio capital standards. Both are scheduled to be operational by 1992, both are already having a visible impact in the financial markets. Thus, while actual deal flow in the international securitisation sector has been and continues to be preceded by a much higher volume of dialogue, the trend is grounded upon firm footing and will persist and quicken against a backdrop of intensified global competition and consolidation in the financial services markets and the increasingly immediate need for capital and the efficient deployment of capital throughout the global banking sector. Securitisation is not a panacea and does not have universal application. It is, however, a useful tool for large and frequent users who can efficiently harness its technology; in this sense, the application of securitisation will closely track the trend towards consolidation in the financial services industries, as in turn it catalyses and hastens the process.

Table 1
Each of a Bank's Traditional Businesses Has A Number of Competitors in Today's Marketplace

Business	Competitors
Deposit Gathering	* Money Market Funds * Unit Trusts * Insurance Products
Lending	* Mortgage Bankers * Centralised Lenders * Insurance Companies * Travel and Entertainment Cards * Retailers * Finance Companies * Capital Markets
Money Management	* Mutual Funds * Money Markets * Insurance Companies
Transaction Processing	* Mortgage Bankers * Clearing Houses * Specialised Processors

Table 2
Banking is Comprised of several Component Businesses

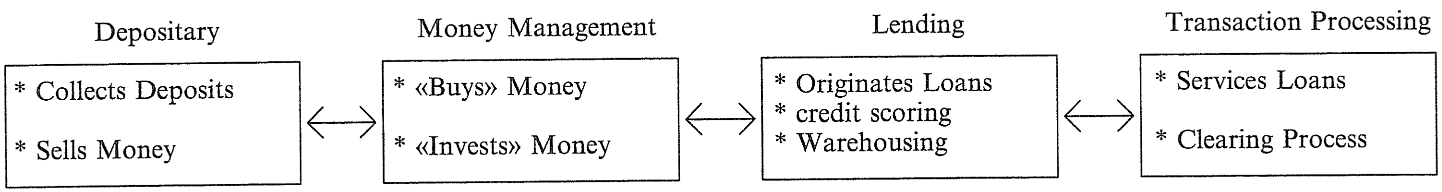


Table 3
Each Component of the Banking Business Has Its Own Equity Requirement

Business	Credit Risk	Equity Components Interest Rate Risk	Liquidity/ Funding	Property Plant & Equipment
Money Management	○	●	⊘	○
Depository	○	⊘	⊘	●
Loan Origination	●	⊘	⊘	⊘
Transaction Processing	○	⊘	○	●

○ Low ⊘ Medium ● High

Table 4
Capital Raising Alternatives

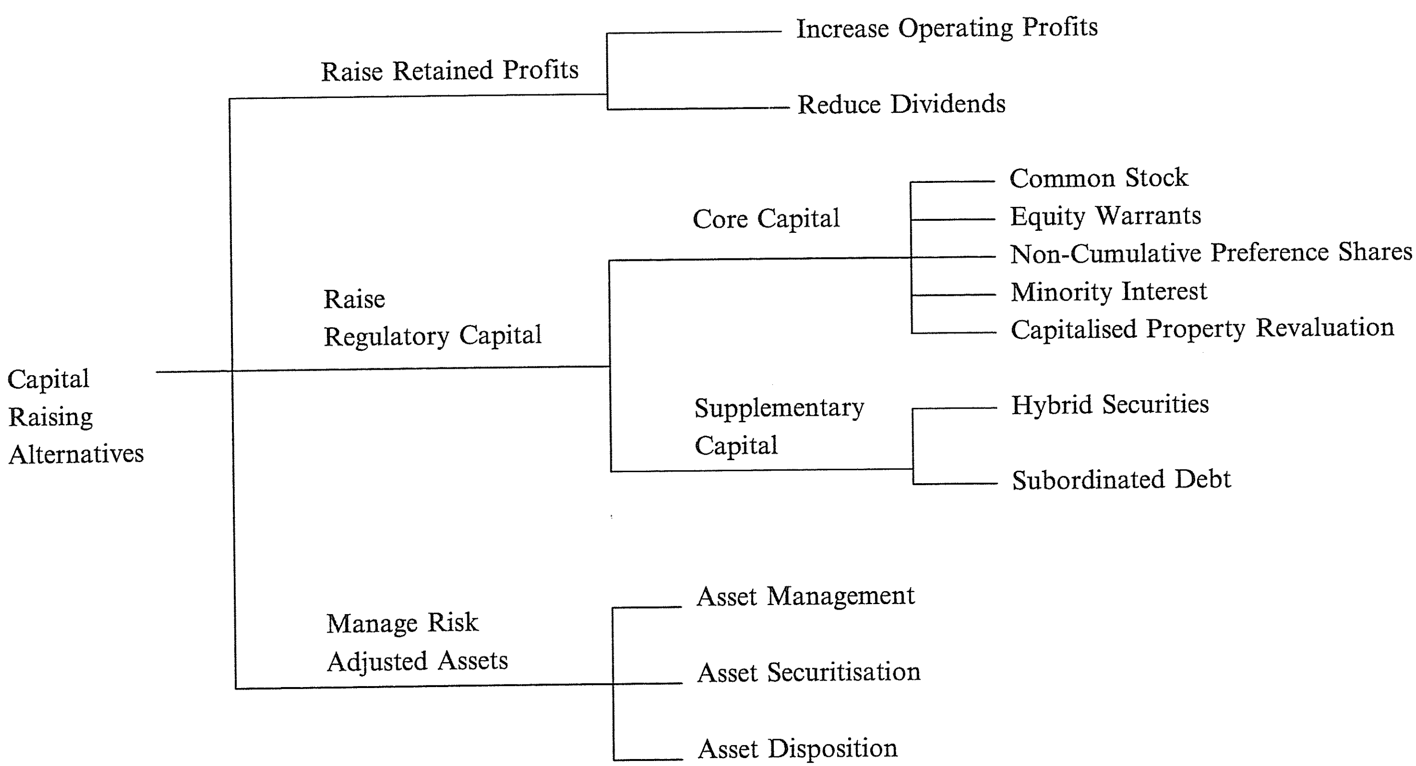


Table 5
Current Portfolio

	Bank Loan	£ Mortgage-Backed FRNs	Total
Amount	£10 million	0	£10 million
Risk Weighted Assets	£10 million	0	£10 million
Net Spread	0.20%	0.32%	0.20%
Net Income	£140,000	0	£140,000
Tier 1 Capital	£400,000	–	£400,000
Total Capital	£800,000	–	£800,000
ROE			35%

Table 6
«Optimised» Portfolio

Trade: Sell High Risk, Low Return Assets
Buy Low Risk, High Return Assets

Example:

	Bank Loan	£ Mortgage-Backed FRNs	Total
Amount	- £10 million	+ £20 million	£20 million
Risk Weighted Assets	- £10 million	+ £10 million	+ £10 million
Net Spread	0.20%	0.32%	0.32%
After-Tax Income	0	£184,000	£184,000
ROE			46%

Seventh Issue

Asset-backed Securitisation

Joseph D. Smallman and Michael J.P. Selby
The London School of Economics and Political Science.

I. INTRODUCTION

Securitisation offers traditional and non-traditional financial intermediaries a source of low cost funds. By packaging homogeneous receivables for sale to investors via the capital and money markets, this new method of financing has grown exponentially because of the utility (savings and benefits) it offers issuers and investors. Therefore, finance professionals must gain an understanding of this new system in order to stay competitive.

The purpose of this chapter is to give the reader a general overview of non-mortgage securitisation. All non-mortgage securitised debt instruments are referred to asset-backed securities (ABS). This chapter presents three main sections. The first section presents a general overview of the US ABS market and examines the reasons for its rapid growth, the legal structures of ABSs and credit analysis considerations. The second section examines the pricing and cash flows of ABSs with detailed illustrations of certain issues. Additionally, in this section we compare and contrast the ABS cash flows with mortgage-backed securities. In the concluding section we discuss the potential development of asset-backed securities in Europe.

II. OVERVIEW OF ASSET-BACKED SECURITIES (ABS)

A. Growth of asset-backed securities

When Mark McCoy, Salomon Brothers' asset-backed specialist, was asked what assets were appropriate for securitisation, he replied, 'If it flows, securitise it!' By this he meant that any receivable that generates a cash flow can be considered for structured financing. At present, the following receivables have been securitised:

credit cards	utility leases
auto loans	computer leases
boat loans	municipal equipment leases
marine loans	trade receivables
furniture loans	health care receivables
home equity loans	Euro trade receivables
non-performing loans	junk bonds
unsecured consumer loans	insurance premiums
manufactured housing loans	recreational vehicle loans
auto leases	political subdivision bonds
truck leases	utility debt and common stock.

Currently, American Telephone & Telegraph Co is considering securitising its customers' bills, whilst investment bankers are considering structured financing as a solution to third world debt. The potential for asset securitisation is only limited by the imagination.

Issues of asset-backed securities are growing at a dynamic rate. Over §17 billion of public and private issues were placed in 1988, a 70% increase over 1987, with the cumulative growth exceeding §36 billion. Standard & Poor's Corporation (S&P) predicts that this trend will continue. S&P is predicting that in 1989 rated issues will surpass §20 billion, with total market growth exceeding §100 billion by 1992.

The forces motivating this rapid growth are twofold: economic and regulatory. The economic and legal environment will continue to help spur the growth of ABS. The freeing of capital and lower intermediation cost are the two primary economic benefits that are fuelling ABS market growth. Ensuing regulatory reform will continue to motivate securitisation in both the US and Europe. These areas are covered in detail in this section.

1. ECONOMIC MOTIVATION

Securitisation offers the following economic benefits:

(i) low cost source of funds;

(ii) fee income;

(iii) off-balance sheet financing;

(iv) lower intermediation costs;

(v) risk management - interest rate - credit rate.

(a) Low cost source of funds

Securitisation lowers the cost of funds by isolating risk. With asset-backed securities, investors buy a specific set of receivables with a known amount of risk. This is far safer than investors lending to the company which can then,

at its discretion, fund existing assets or purchase riskier ones. This uncertainty leads investors to demand a higher rate of interest for general obligation bonds than for ABS. Additionally, issuing ABS allows companies with low credit ratings to borrow funds at AAA rates.

On the surface, ABS financing appears to be dearer than traditional financing methods. As shown in Table 1 opposite, the ABS cost appears to be 25 basis points (25/100 of 1%) dearer than a comparable traditional corporate issue.

This price differential, currently ranging between 20 and 25 basis points, is based on three factors. The first is that payments are received monthly as opposed to half-yearly. This increases the owner's administrative costs. Secondly, the embedded call option which is inherent in most ABSs adds value. Investors demand to be compensated for the pre-payment uncertainty which exposes them to reinvestment risk. Finally, ABSs are stated in terms of average life which means that the actual maturity could far exceed the stated one.

Table 1.

Security	*Average life*	*Rate %*	*Spread over Treasury*
Treasury	2 years	8.06	–
AAA Corporate	2 years	8.73	67 basis points
AAA ABS	2 years	8.98	92 basis points
Incremental cost of the ABS			25 basis points

Source: P. Zweig, *The Asset Securitisation Handbook.*

When considering the cost of capital, it appears that the ABS is dearer, but this analysis fails to consider the aggregate cost of capital. Traditional debt financing must have equity to support it when evaluating credit quality; ABSs are valued on their internal structure, independently from the company's balance sheet. In most cases the cost of structuring ABSs is less than the cost of equity to support the debt issue.

To illustrate, let us re-examine the previous example. Assume that the ABS has a 7% recourse rate. That is to say, in the event of default the originator will repurchase up to a total of 7% of the ABSs principal balance, thus giving the ABS a 14:1 debt to equity ratio. Additionally, suppose that the corporation has a 10:1 debt to equity ratio and the cost of equity is 25% on a pre-tax basis. As shown by Table 2, by identifying the all-in cost of capital, the ABS actually offers a savings of 18 basis points to the issuer.

(b) Fee income

Fee income represents a large portion of the present value of revenues when evaluating consumer loans. Fee income may include the fixed charges for cash advances on credit cards, annual membership fees and servicing fees. Additionally, revenues are generated through the net positive funding over the life of the asset. By securitising assets, companies are able to earn up-front fees and servicing fees without blowing up their balance sheets. Another benefit to fee income is that it is immune from interest rate risk. Increasing fee income shifts portfolio earnings from interest rate-sensitive spread income to fixed fee income.

(c) Off-balance sheet financing

Securitisation takes assets off the balance sheet, allowing banks with a tight capital structure to free capital. Taking assets off the balance sheet can significantly improve return on equity.

Table 2.
COST OF ADDITIONAL $100 RAISED THROUGH CORPORATE DEBT

		Rate %	*Spread over Treasury*
Debt	$100	8.73	67 basis points
Equity	10	25.00	
Total	$110		
Weighted average cost of capital		10.21	215 basis points

COST OF ADDITIONAL $100 RAISED THROUGH ASSET-BACKED SECURITISATION

		Rate %	*Spread over Treasury*
Debt	$100	8.98	92 basis points
Equity	7	25.00	
Total	$107		
Weighted average cost of capital		10.03	197 basis points
Savings through ABS			18 basis points

Source: P. Zweig, *The Asset Securitisation Handbook.*

(d) Lower intermediation cost

From a macro-economic view, securitisation lowers intermediation costs. Securitisation is simply a type of wholesale financial intermediation which re-

bundles existing financial instruments into new securities. This process re-routes disintermediation, represented by the broken line, at the wholesale level. The intermediary's economic function is to reduce transaction and information costs between borrowers and lenders. Intermediaries that provide this service at the lowest cost stay active in the market, while other intermediaries fade away.

Via securitisation intermediaries are able to perform their service without the burden of interest rate risk management. It is, therefore, a form of disintermediation with regard to interest risk. By not being burdened with interest rate risk management, intermediaries are exposed to less risk and are able to lower their costs.

(e) Risk management

(i) *interest rate risk.* Companies transfer the interest rate risk to the holder of the ABS. This can be extremely beneficial to finance companies that are highly sensitive to interest rate fluctuations;

(ii) *credit risk.* Risky assets can be transferred off-balance sheet, and this can help a company's overall credit standing. For example, Credit Commercial de France used the ABS structure to improve its credit posture by removing $500 million of high risk third world loans from its balance sheet in March 1989.

2. REGULATORY MOTIVATION

US banks share the target date of 1992 with their European cousins in regard to a new wave of regulatory reforms. The new risk based capital rules in the US are scheduled to take full effect in 1992. These capital rules will require US banks to include the total dollar amount of credit cards, automobile loans, boat loans and other consumer loans when calculating capital requirements. These loans require a risk weighting of 100%; mortgage loans, treasury securities and other types of bonds will have a lower risk weighting. The risk based capital rules have caused banks to sell their high risk weighted assets and invest the proceeds in lower weighted ones. As mentioned earlier, even after taking consumer credit off their balance sheets, banks can still earn fee income by servicing the loans

B. Legal structure

Asset-backed securities share similar legal structures with their mortgage-backed counterpart. Either a AAA or AA rated trust or special purpose corporation is formed to hold the assets. This protects them in the event that the seller becomes bankrupt or is unable to continue to service the receivables.

Pass- through securities represent an equitable interest in a grantor trust or credit card trust (used for revolving credit) whose corpus consists of a pool of designated receivables. All monthly payments, minus a small service fee, are passed through to the owners of the trust; hence the name 'pass-through'.

Pay-throughs represent a general obligation bond from a thinly capitalised special purpose vehicle company whose primary assets consist of a pool of receivables. This method of securitisation allows the cash flows to be dynamically managed, which allows for structures like multiple class notes (similar to the collateralised mortgage obligation), varying coupon periods and bullet maturities.

Issuers of the asset-backed security must be disconnected with the entity from which they acquire their assets. That is to say, ABSs must be completely immune from any claims the seller's creditors may have in the case of bankruptcy. To complete a successful transfer of assets from the 'Originator' to the 'Issuer' they must establish a 'true sale'. This topic will be further discussed below under 'Legal Issues'.

1. NEW LEGAL DEVELOPMENTS IN THE US

On 19 December 1988 Judge Kevin Duffy overruled Security Pacific Bank in *Security Pacific Bank v Securities Industry Association (SIA)* which put a halt to US bank's underwriting their own assets. Security pacific had received a letter from the Comptroller of the Currency supporting their underwriting of mortgage-backed securities and confirmed that they were acting within the confines of the Glass-Steagall Act.

The Glass-Steagall Act prohibits banks from actively engaging in the securities underwriting industry. The SIA filed suit against the Comptroller of the Currency in the US District Court for the Southern District of New York in June 1988 and Security Pacific Bank later intervened as co-defendant. Judge Duffy's ruling halted banks from actively underwriting in the asset-backed securities market. However, on 8 September 1989 Judge Duffy's ruling was reversed by the United States Courts of Appeals for the Second Circuit. These legal ambiguities will force United States' law markets to make comprehensive legal reforms.

2. NEW LEGAL DEVELOPMENTS IN THE EUROPEAN COMMUNITY (EC)

One of the major nations in the European Community is starting to clear the way for asset-backed securitisation. The United Kingdom 1989 Budget cleared away one of the major hurdles for asset-backed securities. Prior to this new regulatory approach sterling-denominated debt issues were limited

to a five year minimum maturity. This restriction limited securitisation to long-term debt receivables. Mortgages were the only long-term homogeneous debt instrument that had enough depth to permit the securitisation method of intermediation. Now that short and intermediate maturities are allowed, it will be interesting to see how the streling market reacts given this new freedom.

Another predominant government force in the EC has started supporting and promoting securitisation. French legislators, in December 1988, Laid the ground work for *titrisation.* (French for securitisation). This new French law will allow underwriters to securitise many types of amortising debt. The two aims of this legislation are: first, to provide additional methods of improving capital ratios for banks; and secondly, to aid free market consumer credit. As the UK and France start developing their markets, other European Community members should follow suit.

C. Rating agencies considerations

Securitisation offers traditional and non-traditional financial intermediaries a source of low cost funds by packaging homogeneous receivables, and then selling the package to investors via the capital and money markets. The package, which is represented as a marketable security, trades as investment grade rated paper. To receive this high rating by S&P and Moody's Investors Service Inc (Moody's), AAA or AA and Aaa or Aa respectively, the package must be well insulated from varying risk. This is accomplished by underpinning the pooled receivables through a combination of over-collateralisation, letters of credit, insurance and senior-subordinated debt structures.

Moody's and S&P serve as the investors' advocates. As the 'market's watchdogs', they provide investors with credit analysis in the form of ratings, thus lowering the investor's evaluation cost and enhancing market efficiency. This system of dual independent rating maintains the integrity of the overall credit analysis.

Moody's and S&P approach the rating of an ABS in similar ways and their methods have been described more fully in Chapter 8. However, in summary, when evaluating an ABS security they look at three main areas of risk:

(i) credit risk of the collateral - the credit strength of the receivables plus the Originator's overall risk profile are reviewed;

(ii) legal issues - two key areas are considered; the perfection of the lien on assets; and the legal structural weakness with regard to the 'true sale' of the assets;

(iii) cash flow risks - risks inherent in the payment structure with regard to the timing and amounts of cash flows under stressed environments.

1. CREDIT RISK

The risk analysis is achieved though the rating process. This starts when the issuer approaches the agencies before it registers the ABS with the Securities and Exchange Commission (regulatory authorities) to discuss the rating parameters. The issuer, or its investment banker, meets each agency to discuss the structure of its transaction and to introduce the agency to the nature of the issuer's business and its operations. Prior to this meeting, the issuer submits a package containing the company's background, strategy, operations, systems and five years of portfolio performance data.

During this preliminary meeting the parties discuss the viability of the issue, the level of rating required and any potential weaknesses of the issue. When the parties agree that the issue is likely to achieve its rating goal, the issuer sends the agency a formal letter requesting a rating. Additionally, they agree to keep the rating agency fully informed of any alterations in the legal documentation or the asset-backed security's structure.

Following the rating request, the issuer forwards all initial drafts of the documentation, including:

(i) the pooling and servicing agreement;

(ii) the prospectus, if it is a public issue;

(iii) a private placement memorandum for a private issue; and

(iv) an indenture when applicable.

After reviewing the documentation, the agency performs an on-site examination. This involves meeting management to review the overall efficiency of the organisation. It is accomplished by interviewing the senior financial management, lending division managers, the underwriting or credit managers, collection managers and the computer systems management. The control functions of accounting, auditing, documentation and management information systems are reviewed. This enables the agency to determine the efficiency of the credit and collection processes.

Furthermore, a delinquent receivable is traced through the system, from the first notification through collection, charge-off and liquidation of the collateral (if applicable). Particular attention is given to the work load of each collector, the duration of the process and involvement of upper management in the more difficult cases. Upon final assessment of the originator's system, the agency will make recommendations on procedures to segregate the pooled receivables for tracking and reporting purposes.

2. LEGAL ISSUES

When assessing the legal structure of an ABS, it is crucial for the transaction to be 'bulletproof' because the issuer could be exposed to losses if the Originator went bankrupt. Under the US Bankruptcy Code, transfer of assets from the Originator to the Issuer must pass the 'true sale opinion' which is attained from independent legal counsel. When different independent legal counsellors are given identical transactions to consider as a 'true sale', opinions can vary. Therefore, when evaluating the 'true sale' of a structure, S&P considers the following as key consideration:

(i) The transfer is treated as a sale for accounting and tax purposes.

(ii) The level of recourse (direct or indirect) to the Originator is less than a reasonably anticipated default rate based primarily on historical default data. Recourse may take several forms including:

- repurchase of defaulted assets;
- substitution of good assets for defaulted assets;
- reimbursement of third party credit provider;
- retention of subordinated notes.

(iii) The Originator retains none of the benefits of ownership of the transferred assets, ie the Originator is not entitled to any appreciation of the assets and the originator does not have the right to use the proceeds, of the assets.

(iv) The documents are consistent and evidence the parties' intent that the transfer be characterised as a sale.

(v) Neither the assets nor the proceeds of the assets are commingled with property of the Originator.

3. CASH FLOW RISKS

The cash flows of an ABS are predominantly dependent on the cash flows from its underlying receivables. If for some reason the cash flows from the receivables are impaired through delinquency or default there must be additional support. This support can be through over-collateralisation, letters of credit or repurchase agreements. By underpinning the pool of receivables with one or more of these supports, the investors are guaranteed their cash flows even during times of extreme economic uncertainty.

The amount of credit enhancement is determined by exposing the pool of receivables to various stress tests. The maximum arrears and losses expected during times of hyper-inflation, or in times of severe recession and depression, must be offset by the credit support. Additionally, the liquidity

and interest rate sensitivity of the receivables are tested under the same extreme economic conditions. This is to insure that there will be enough cash value in the assets if the trustee or issuer is forced to liquidate the receivables to honour payments to investors. The par value of the ABS minus the worst case environment price, equals the amount of credit enhancement that will be required to receive the investment rating. The higher the rating the more severe the tests.

The issue may use three types of credit enhancement:

(i) over-collateralisation;

(ii) letter of credit;

(iii) repurchase agreement.

Over-collateralisation refers to the amount of receivables placed by the Originator in the ABS that exceeds its par value. This excess serves to cushion the cash flows from any seasonal fluctuations, delinquencies or defaults. The amount of over-collateralisation will vary given the credit risk of the receivables. The originator recoups the excess value once the ABS matures.

A letter of credit (LOC) is another method often used to support ABSs. The main benefit of the LOC is that it allows the ABS to obtain higher ratings than its issuer. This is accomplished when a highly-rated bank or institution underwrites the LOC, guaranteeing a set percentage of the receivables from arrears and losses.

Repurchase agreements are made with the Originator, who contracts to buy back a set percentage of the receivable at face value. This method still supports the ABS but does not tie up toe Originator's assets, as over-collateralisation does. However, the face value of the repurchase agreement must be shown on the Originator's balance sheet.

The rating agencies practise due diligence when assessing asset backed securities. They only give an opinion on the asset's risk sensitivity based on the information they receive. They do not serve as financial advisers. They continue to monitor the ABS monthly throughout its life and will keep investors informed of any dramatic changes.

III. UNDERSTANDING THE ABS VALUE AND CASH FLOWS

The minimum value of an asset-backed security is equal to the present value of its net cash flows, or the aggregate face value of its underlying receivables. To prevent over-pricing, one must compare the face value of the receivables with the ABS net present value. For example, suppose there is a

pool of receivables valued at a premium and this premium is used to value the security. If all the debtors decide to repay in full the day after the issue is sold, the cash flows would not be able to satisfy the debt on the notes. In this case the total face value of the receivables should have been used. Alternatively, when receivables are sold at a discount the present value method is appropriate.

The following three methods are used to determine present value:

(i) GROSS-TO-GROSS;

(ii) CONSTANT-TO-NET;

(iii) NET-TO-NET.

Applying these three present value methods to the same set of cash flows may yield different results. Therefore it is important to have an understanding of the different methodologies. All these methods assume no prepayment and use the same payment frequency for the receivables as for the notes:

(i) the GROSS-TO-GROSS method discounts the gross cash flows by the gross rate. The gross rate includes the note rate (coupon rate), the servicing fee and other expenses. This method has a tendency to overstate the note's value;

(ii) the CONSTANT-TO-NET method discounts the gross cash flows, less a static servicing fee and other expenses, by the note rate. This method has a tendency to understate the security's value because it fixes the servicing fee based on the beginning balance of the pool of receivables. Servicing and expenses are normally charged as a percentage, and since this balance is amortising, the expenses are overstated;

(iii) the NET-TO-NET method offers the best approach because it most accurately reflects the true cash flows. This method discounts the net cash flow (cash flows received by the security holder) and discounts them at the note rate.

A. Certificates for amortising revolving debts (CARDS)

To explore every ABS structure would require reviewing every security issued - a total of 157 as of July 1989. Therefore, selected issues of credit card backed securities, which are referred to as Certificates for Amortising Revolving Debts (CARDS), and auto backed securities, referred to as Certificates for Automobile Receivables (CARS), will be examined. Credit cards represent the largest dollar value in total issued; auto loans are the largest number issued.

CARDS are normally issued paying fixed interest for the first 18 months;

they then begin amortising and pay out in a relatively short period. Over the past four years, average monthly repayment rates have ranged from 9.61% for private label cards, which are historically slow payers, to 19.59% for cards like VISA and MASTERCARD. The first issue structured as a sale for regulatory and financial reporting purposes was Bank of America's $300 million 8.20% California Credit Card Trust 1987-A. This paid interest at a fixed rate for the first 18 months, and then fully amortised in the following three months.

The over-collateralisation of the CARDS issue serves to cushion fluctuations in the receivables, leaving the investor's cash flows intact. Additionally, the rapid amortisation was expected because of the traditonally high monthly payment rates. Another reason for the quick payout of principal was that the structure of this transaction allocated the cardholder collections on the basis of a fixed percentage rate equal to the investor's proportionate interest in the pool.

SPIEGEL CHARGE ACCOUNT TRUST NO 1

In December 1988 Spiegel Inc, a subsidy of Otto Versand GMBA, securitised its Preferred Charge credit card receivables via the Spiegel Charge Account Trust No 1 (SCAT 1) offering $150 million in investor certificates, yielding a 9.6% annualised monthly rate or a 9.8% bond equivalent yield. This was the first credit card-backed security issued by a German owned company that was underwritten by a German bank. The issue received AAA ratings from both Moody's and S&P.

Spiegel Inc is a retail mail-order merchant that provides open-ended revolving consumer credit to its customers. Spiegel has 61 billing cycles of which 1-16 were included in its first ABS issue. The Spiegel Charge Account Trust No 1 cash flows are supported by over-collateralisation and letters of credit.

(a) Structure

Spiegel Inc sold $190 million worth of credit card receivables to Spieget Credit Corporation (SCC). This is a special purpose corporation which serves as an intermediary in order to effect a 'true sale' of the receivables. This insulates the receivables from any claims Spiegel Inc's creditors may have against the assets in the event of bankruptcy.

SCC then sells the receivables to the Spiegel Charge Account No 1 credit card Trust for $190 million, which in turn issues $150 million worth of investor certificates to the lead underwriter, Deutsche Bank Capital Corporation (DCBB). The Trust then channels the $150 million cash and

a $40 million Seller's Certificate which is sent back through the structure to Spiegel Inc.

Spiegel Inc will continue to service the receivables, passing the cash flows down through the structure to the investors. Any excess servicing income will be paid to a spread account which will fund the cost of Deutsche Bank's 30% Letter of Credit (LOC). This 30% LOC protects the Trust's cash flows from default or delinquent receivables. Given this support, the Trust would have to suffer a $85 million [30% of $150 million plus $40 million equals $85 million] or a 56.67% loss before investors would be affected. Considering Spiegel Inc's historical portfolio performance and servicing capabilities, losses of this magnitude are most unlikely.

Finally, Deutsche Bank issued an additional $20 million service LOC to protect the pool if the servicer went bankrupt. The servicer, Spiegel Inc, accrues collected receivables on a monthly basis and then passes them through the structure to the Trust at the end of the month. If Spiegel Inc goes bankrupt, Deutsche Bank will compensate SCAT 1 to a maximum of $20 million. This ensures a timely and prudent flow of funds to the Trust. If for some reason the servicer exceeds $20 million in its accrual account, the excess must be remitted to the Trust's account within two business days.

(b) Payments

The Spiegel Charge Account Trust No 1 has a four year maturity with an average life of three and a half years. The payment streams are divided over two periods:

(i) 36 month revolving period;

(ii) 12 month controlled amortisation period.

During the first 36 months SCAT 1 will pay interest only. When the revolving period terminates, the pool will amortise over the next 12 months paying interest and a fixed rate principal reduction of 1/12 per month. Furthermore, the Seller's Certificate serves to cushion the face value of the notes from seasonal fluctuations and interest rate movements. This 26% 'over-collateralisation' subordinated debt reverts to Spiegel Inc following the maturity of the ABS.

The beauty of this structure is that Spiegel receives the best of both the financial and tax worlds. Under the provisions of the Statement of Financial Accounting Standards, Spiegel was able to treat this sale as an 'off-balance sheet' transaction. Spiegel converted $150 million of risky receivables into cash at a relatively low cost, dynamically improving its balance sheet complexion. Even though the receivables were treated as a sale for financial

accounting purposes, Spiegel Inc was (and still is) able to treat the cash flows as a debt expense under tax accounting rules. This tax saving lowered Spiegel Inc's 'all-in' cost of capital. Moreover, this ABS structure allowed Spiegel Inc, an unrated company, to tap AAA rated funds at 73 basis points over comparable US Treasuries while enjoying secondary tax benefits.

B. Collateralised automobile receivables (CARS)

CARS are backed by self-amortising personal auto loans that are paid monthly with two to seven years maturities. Most loans are at a fixed rate and are secured by a lien on a new car or light truck. Lenders use different methods for calculating interest and have different types of loans.

The three most commonly used accrual methods are:

(i) actuarial method;

(ii) simple interest; and

(iii) rule of 78.

It is important to know which method is used when structuring the security because different methods can affect the ABS payout.

There are two types of auto loans:

(i) direct loans: made by the lending institution;

(ii) indirect loans: originated by the auto dealer and sold to the lending institution.

CARS portfolios consist mainly of indirect loans. When these loans are made on a non-recourse basis they experience a higher default rate as opposed to dealer-recourse loans. This is because the dealer absorbs the losses and is not necessarily representative of the borrower's credit quality. One should consider the portfolio's composition when assessing risk. The CARS prospectus should indicate the portfolio's weighting of each type of loan.

1. FIXED-RATE CARS

In 1984, the failing US automobile industry introduced 'incentive-rate financing'. Through their captive finance subsidiaries, manufactures offered below market loans to entice buyers. This marketing method has been well received by the US public and the captives now dominate the market. These deep-discounted 'incentive-rate' loans have allowed fixed payment CARS to be issued.

The fixed-payment CARS structure eliminates investor's concerns over prepayment. This type of structure resembles a corporate bond with a

sinking fund and is not directly dependent on pre-payments. The issuer is able to achieve this structure by utilising a guaranteed investment contract which absorbs the pre-paid cash flows. The investment contract guarantees a predetermined yield for undistributed cash flows. This eliminates reinvestment risk by allowing issuers to park their excessive cash flows with a yield that will support the ABS debt service. To gain a better understanding of this structure we shall review one of Salomon Brother's CARS issues in detail.

2. SALOMON BROTHERS RECEIVABLES INC, CARS, SERIES 1

Salomon Brothers Receivables Inc, Series 1 (SAL 1) is a AAA rated special purpose company whose assets consist of $442.6 million of collateralised auto receivables purchased from Marine Midland Bank. It issued two notes which Salomon Brothers Inc placed on 17 November 1987. This issue represents the 'pay-through' structure - the same structure that is used when underwriting collateralised mortgage obligations (CMO).

Structure

Marine Midland Bank, NA is a New York bank which purchased and bundled a group of instalement sale contracts from New York State car dealers and then sold them to SAL 1. This indirect, wholly owned subsidiary of Salomon Inc serves as a limited purpose, bankruptcy-remote legal entity, established specifically to issue asset-backed obligations.

SAL 1's notes represent two tranches of senior debt that pay quarterly. Class Y has a coupon of 8.15% with a guaranteed termination date of 15 November 1989, whilst Class A has a coupon of 8.50% with a guaranteed termination date of 15 November 1990. The guaranteed termination dates are attractive to investors because they eliminate maturity uncertainty. The logic for having two tranches is the same as that used when issuing CMOs; varying maturities allow the issuer dynamically to manage cash flow uncertainty resulting from pre-payments.

This transaction was supported by the following three credit enhancements which were issued by the Union Bank of Switzerland:

(i) 8.5% Letter of Credit (LOC);

(ii) 6.85% Guaranteed Investment Contract (GIC); and

(iii) Purchase Agreement.

The 8.5% LOC serves to cushion cash flows from problems with the underlying receivables. If these receivables become delinquent or default, impeding the issuer's ability to pay the note holders, the Trustee - Chemical Bank - will draw on the LOC. This irrevocable letter of credit will support

losses to a maximum of $38 million (8.5% of the ABS face value). This LOC cushion should support the receivables, even during harsh economic periods. Delinquencies for the Marine Midland Bank NA auto loan portfolio ranged from 2.38% between 1983 and 1987 with defaults only ranging from 0.53% to 0.59%.

The 6.85% Guaranteed Investment Contract serves to protect cash flows from reinvestment risk. If interest rates dropped severely, this could affect the yield on intermediate cash flows. For example, let us assume that all the receivables were pre-paid in full the day after the issue is sold and on the same day interest rates dropped to 3%. Three months later when the quarterly payment became due on the note, the issuer would not have enough cash to cover the debt. The Guaranteed Investment Contract significantly reduces this risk.

The Purchase Agreement assures the notes' guaranteed maturity. The underlying receivables are in the form of amortising consumer debt which has pre-payment uncertainty. These receivables can repay at any time or wait the full term of their contracts. If the pool experiences a zero pre-payment rate, then the issuer will not be able to retire the Class Y notes in 1989. Union Bank of Switzerland (UBS), through their repurchase agreement, will buy a substitute Y note in the amount equal to the unpaid balance of the Y notes. If the same problem arises for the Class A notes then UBS will purchase all the remaining receivables. This will enable the issuer to meet its obligations to investors.

To summarise Marine Midland bank, NA, which is rated below AA, was able to attain AAA rates via SAL 1. This transcation, which was structured similarly to a CMO, attracted investors because it paid quarterly over a maximum guaranteed life. With a combination of proper credit underpinning, SAL 1 was able to offer two AAA notes that resembled traditional corporate debt.

C. Pre-payment: asset-backed versus mortgage-backed securities

Pre-payment is the most important variable when assessing a US mortgage backed security (MBS). MBS pre-payment rates exhibit 'negative convexity' with relation to interest rates; that is to say, pre-payment rates increase as interest rates decrease. CARDS and CARS do not suffer negative convexity because of the nature of their underlying securities.

Pre-payment on auto loans is contingent on transfer, cashing out, repossession, loss or death. Effectively, all US auto loans are made with a 'due-on-sale' clause and when the asset is transferred or traded-in the loan must be repaid. This is the primary cause of pre-payment. Cashing out is

when the debtor voluntarily repays his loan - a rare occurrence. When a vehicle is repossessed, it is sold and the proceeds are used to retire the debt; losses due to fire, theft or death of the debtor are covered by insurance. Refinancing is usually not economically beneficial for the consumer because auto loan rates are higher on used cars.

Pre-payment sensitivity to revolving credit is not affected by swings in interest rates. Suppliers of revolving consumer credit adjust their rates when there are wide swings in the market. The difference in rates between credit cards is marginal and does not offer any economic incentive for a consumer to pre-pay his debt with another card.

Investors are well aware of the CMO's interest rate sensitivity and are demanding approximately 30 basis points for the additional volatility. The US treasuries rate is considered riskless and serves as a benchmark for investors when pricing risk. A CMO A-tranche risk premium is currently 110 basis points over US treasuries, while ABSs enjoy the narrower margin of 80 basis points.

IV. ASSET-BACKED SECURITISATION IN EUROPE

European corporate treasurers, commercial banks and international fund managers are investing heavily in asset-backed securities. In November 1988 European investors purchased 15% of Citibank's $750 million card-backed issue, and in January 1989 they purchased over 25% of Citibank's $1 billion card-backed ABS deal. As European investors are moving up the ABS learning curve, their appetite is increasing. We have recently seen in Europe further issues of credit card receivables-backed securities and one issue supported by US leveraged buyout debt. The pressure is on for non-dollar issuers and there should be several issued by mid-1990. Already there has been a private syndicated loan backed by Italian auto receivables originated by Citicorp.

A. Asset-backed securitisation in the United Kingdom

As mentioned above, the UK has removed one of its major regulatory barriers to asset-backed securitisation. Now that the selling side is cleared, there are still some minor difficulties hindering underwriting sterling asset-backed securities (SABS). The existing consumer credit laws complicate the securitisation process. For example, a consumer who buys a new car on a hire purchase agreement has the right to return his car to the finance company without penalty once he has paid half the contracted price. This complicates structuring an ABS for an investment grade rating. Theoretically, every debtor could return his car to the originator half paid. The

potential losses due to this possibility would appear to make securitisation prohibitively expensive.

Another significant cost is stamp duty. Whenever there is a transfer of assets, the government taxes the value of the transfer at a rate of 1%. There are some exemptions for small transfers but when transacting in hundreds of millions of pounds this tax becomes expensive.

The development of SABS will be limited given the current environment. A thin supply of homogeneous receivables, combined with the previously mentioned UK consumer protection regulations, will limit market penetration. The transfer of receivables is not restricted by English or Scottish law and this is beneficial to SABS market growth. The problem that faces SABS underwriters is not the transferring of assets but what is being transferred. English title law, which dates back centuries, is not conducive to the bundling and transferring of assets. Additionally, UK financial lending methods are splintered and not designed for a secondary market. To find an existing pool of §500 million worth of homogeneous receivables with clear rights of recourse could be a difficult task. The legal restraints, tax costs and standardised financing methods will need to fall in line before streling asset-backed securitisation can take off.

Medium-term sterling investors prefer floating rate notes over fixed. This could compound the underwriting process because funding fixed-rate debt with floating-rate loans can be dangerous if the margins are thin. If the floating rate 'cost of funds' exceeds the fixed rate 'source of funds', cash flows dwindle and losses are incurred. In the case of credit cards, margins are wide enough to support any short-term swings in interest rates, while long-term movements could be offset by increasing the card rate. Additionally, auto loans could be made on a floating rate, eliminating the floating/fixed rate mis-match.

Given the efficiencies and savings inherent in the securitisation process, SABS should develop as the primary markets are standardised and government restraints are removed. In 1987 sceptics of sterling mortgage-backed securities said that they were a 'fluke' and would never survive in the UK financial environment. As securitisation has established itself in the mortgage market, SABS should also find their niche.

B. Asset-backed securitisation in France *(titrisation)*

After studying the UK asset-backed securities market, the French government decided to adopt *titrisation* into its financial markets in the hope that it would stimulate free market growth. The government's purpose for introducing *titrisation* was threefold:

(i) to support the housing finance industry;

(ii) to lower the cost of consumer credit; and

(iii) to give bank's an additional means of balance sheet management.

The French government, through an autonomous state agency, *Caisse des dépôt et Consignations* (CDC), is taking an active part in developing the securitisation process. While other financial institutions are waiting for the French government to finalise the *titrisation* legislation, CDC, which is given certain legal privileges, has already issued a mortgage-backed security.

The government rightly believes that *titrisation* is an efficient form of intermediation which can help lower the cost of consumer credit. They want to lower consumer credit costs but they do not want to support credit abuse. Therefore, they are allowing only amortising credit to be securitised. This aids the financing of durable goods like cars, but is designed to deter credit card mania.

Finally, *titrisation* offers French banks an effective tool for balance sheet management. French banks need effective ways to improve capital. Currently in France the capital requirement is 5% of assets, but they must have capital backing of 8% by 1992 to be in line with the European Community.

The issues relating to *titrisation are discussed in much more detail in the following chapter.*

V. CONCLUSION

This chapter provides only a general introduction to non-mortgage securitised debt instruments - a market which deserves continued monitoring, for asset-backed securitisation should continue to show remarkable growth during the new decade. Dr Frank J. Fabozzi, a leading US expert on securitisation, predicts that US securitised debt will surpass government debt during the 1990s.

As capital markets and financing techniques become globalised, ABSs will play a crucial role in corporate financing. Serving as a cost efficient alternative to traditional debt, this method of financing will be adopted in the United Kingdom and the rest of the world. It will be fascinating to see how this method of financing is integrated into the various international capital markets.

Eighth Issue

What Securitisation Can Mean for a Commercial Bank

Bruce Gaitskell
CIBC Mortgages plc

I. COMMERCIAL BANKS AND SECURITISATION

A. Mortgage activities of banks

Until the late 1970s banks showed little interest in the UK mortgage market. Building societies enjoyed relatively cheap retail funds and the mortgage rate was consistently below LIBOR.

As the decade progressed clearing banks began to see the virtue of providing a more complete range of services to retail customers and they began to compete with the societies. Mortgage were a safe asset for banks to hold at a time when lending to corporates was becoming less rewarding and early signs of the third world debt crisis were emerging.

In addition, three overseas banks entered the UK mortgage market; Chemical Bank (1980), Bank of America (1974) and Citibank (1974). The last of these, in particular, had aspirations to provide a complete range of banking services to retail customers. Interestingly the first two subsequently sold their mortgage operations to BNP (1988) and Bank of Ireland (1986) respectively. These three banks were later followed by Canadian Imperial Bank of Commerce (CIBC) and Salomon Brothers (through its subsidiary, The Mortgage Corporation (TMC). These later two were attracted by the positive spread that emerged during the mid 1980s between inter-bank rate (LIBOR) and UK mortgage rates. This same structural change in the mortgage market (which resulted from increased competition between building societies and National Savings for retail funds) led to the formation of the 'new lenders' (eg National Home Loans Corporation, Household Mortgage Corporation, Mortgage Funding Corporation and First Mortgage Securities).

The entry of banks into the UK mortgage market and their current position is charted in Table 1.

Since 1985 major building societies have become increasingly reliant on wholesale funding to supplement retail deposits suggesting that mortgage rates are over a period likely to remain above LIBOR in the future. The average spread of mortgage rates over LIBOR for the period 1985 - 88 was slightly in excess of 100 bp (1%). Together with the beneficial effects of compounding (collecting interest monthly against paying out interest on funding quarterly) and judicious treasury management, lenders were able to achieve margins of 1.25 - 1.5% during this period. Since August 1988 three boost to their retail funding following the stock market crash in October 1987, further boosted by the lack of competition from National Savings. Secondly, banks began to anticipate the half-weighting for mortgage assets adopted by the Bank of England following the Basle Agreement. Thirdly, rising interest rates depressed mortgage demand and allowed societies to fund predominantly through retail sources allowing them to keep mortgage rates close to or below LIBOR. These two factors resulted in the spread falling to an average of only 6 bp for the period September 1988 - January 1989 although over a longer period it might be expected to average LIBOR ^{0}01 60 .002 75 BP.

Table 1.
BANKS AND THE UK MORTGAGE MARKET

UK Clearing Banks

BANK	ENTERED MORTGAGE MARKET	MORTGAGE ASSETS UNDER MANAGEMENT (MAY 1989)
Barclays	December 1980	§8.0 BN
Iioyds	February 1979	§6.1 BN
Midland	June 1979	§4.3 BN
Bank of Scotland	June 1989	§2.1 BN
TSB	July 1979	
Yorkshire Bank	August 1986	§0.2 BN

Whilst the first factor might be expected to be temporary the second is likely to have a long lasting effect, especially as the same half-weighting applies to building societies.

Taking the average 103 bp spread that subsisted between December 1984-

December 1988 and assuming a typical overhead cost for running mortgage assets capital requirements at a spread of 67 bp.

The situations is less happy for the new lenders whose capital requirement is dictated not by the Bank of England but by their lending banks. Whilst a number have permitted gearing ratios of 20:1 few have achieved in excess of 10:1 Banks on the other hand can effectively achieve 25:1 based on the 50% reduction in capital requirement for mortgage assets. Typically new lenders borrow committed funds at around LIBOR + 37 bp and have administrative overheads of 30 bp or more; it is difficult to see how average spreads will exceed the total (67 bp) over the next few years.

Over and above the new capital requirements the banks have a number of continuing advantages over the new lenders. Typically they fund at or near LIBOR and are diversified organisations which can survive periods when mortgage spreads are negative. When they come to securitise they have the added advantages of being quality services, often having a credit rating.

B. Funding the mortgage book

The major source of funding is provided by the London inter-bank market. Taking a mix of one, two and three month deposits gives a typical average maturity of six weeks. The majority of lenders have the option to change the mortgage rate each month and, on average, are two weeks away from the next re-pricing decision, giving an average interest rate exposure on the asset of six weeks.

It is therefore possible to achieve reasonable match funding of the asset with the liability. Banks are still able to take a view on future movements in the mortgage rate and general interest rates and reposition the funding short or long according to that view. In addition overnight and seven day funds may be cheap relative to longer funding for technical reasons and banks may take these funds and sell forward futures or options to maintain the average maturity they desire on the funding book.

New lenders and, to a lesser extent, building societies are less able to match fund or vary the maturity of their funding book. Typically a new lender's principal funding is provided by committed banking lines with quarterly interest rate setting.

The inter-bank market is substantial but finite and those banks with very large portfolios require some proportion of their funding to be by way of committed facilities. Typically these will cost up to 20 pb more than uncommitted funds taken from the inter-bank market. They also lack the maturity flexibility obtainable in that market.

A number of the banks active in the mortgage market have on-balance sheet Euro-commercial paper programmes which are used, in part, to fund mortgage assets. The all-in cost of these programmes is broadly similar to inter-bank funding.

Unlike UK clearing banks and building societies the overseas banks cannot raise large volumes of retail deposits efficiently. Even when retail rates are substantially below LIBOR the costs of acquisition and administration add a prohibitive additional cost to this type of funding. This inability to raise retail funds presented no problem to the overseas banks until late 1988 or early 1989.

A number of medium sized building societies have limited access to the Euromarkets. The costs of access for them are prohibilitive compared to larger societies. In addition they do not need the additional funding at a time when retail deposits are high. They are however at a competitive disadvantage to the larger societies if wholesale rates once again become cheaper than retail rates. CIBC has been able to address in part its deficiency of retail priced funding by entering into a retail-wholesale swap with a UK building society. By entering into the swap with CIBC the society is able to create a synthetic wholesale borrowing without incurring the issuing expenses associated with a capital-markets bond issue. In the same way the swap gives CIBC a synthetic retail borrowing. Unlike conventional swaps there is no necessity for an intermediary as the credit quality of the counter-parties is generally perceived to be around the AA level. The swap is only attractive where one party is a bank in order that the netted interest payment can be made without deduction of withholding tax.

A small private market has developed during 1989 for these swaps. Typically a bank will pay the society an average building society mortgage rate and receive three-month LIBOR plus a margin. The margin on these swaps moves in line with expected changes in mortgage rate-LIBOR spread and has ranged between 90 bp and 60 bp for a three year maturity.

C. The incentive to securitise mortgage assets

Twenty average mortgages total in excess of §1m and many of the mortgage-lending banks create in excess of 100 mortgages each working day. The funding of such a volume of new assets together with the re-financing of existing deposits presents a formidable challenge to a treasurer.

A number of non-bank mortgage lenders have sought to diversify their funding away from bank investors or lenders by issuing Euro-commercial paper (ECP). Unrated on-balance sheet programmes have generally failed to

achieve the desired diversification since banks are the main buyers of such unrated paper.

CIBC's securitisation programme through the A1-P1 rated MAES ECP programme has been successful in attracting a diverse group of investors in Japan, Europe and off-shore US investors around the world. Hence in part it can be said that many banks (in particular those which are not UK clearers) needed to securitise some of their mortgage assets if they were to continue to grow assets of typically §0.5-§1.5 billion each year. However, even without the potential limitation of funding ever increasing levels of mortgage assets, on-balance sheet securitisation would still be attractive to banks.

The most compelling argument for securitisation is the increasing gearing and hence return on capital which is available. In theory it is possible to obtain infinite gearing by borrowing all the capital necessary to securitise gearing.

Under the Cooke Committee proposal banks will be limited to gearing of 12.5:1 (although in practice this equates to 25:1 for mortgage portfolios because of the 50% weighting under the BIS proposals). This compares with 30 - 35:1 building societies and typically 20:1 for new lenders (the latter being imposed by covenants under lending agreements). A well structured securitisation gives gearing of around 70:1, a three-fold increase over on-balance sheet assets. To increase leverage significantly beyond 70:1 risks increasing the mortgage cost to the note-issuing company ('issuer') where, in the current low mortgage-spread environment, there is a risk of negative returns.

Table 2 shows that a structure which is fully leveraged has running costs including administration fees of a approximately 75 bp - a figure in excess of where spreads have been over the past 12 months. However, by capitalising the vehicle at 1.35% (as in the example shown in Table 2) the financing and administrative overheads are 47 bp allowing an adequate return of capital even in a low-margin environment.

Table 2.
OPTIMISING LEVERAGE

Up-Front Costs	*(%)*	*(Per Annum)*
Insurance		
Deductible	0.50	
Premium	0.30	
Legal	0.20	
Other	0.10	
Managers' fees	0.25	
	1.35 or 0.28%	
Per-Annum Costs		
Coupon:	0.20	
Liquidity:	0.01	
Administration:	0.01	
		0.22%
Servicing Fees:		0.25%
Total Running Costs		0.75%

It should be said that there are disincentives to securitise. The process of securitisation involves the transfer of a customer's mortgage from the bank to an unfamilair funding vehicle not owned by the bank. This disincentive has been softened by the majority of lenders observing the code of practice which was published following the considerations of the 'Working Party on the Secondary Mortgage Market' in 1986 and 1987 and, perhaps more importantly, a bank's ability to maintain the same mortgage rate for securitised borrowers as it offers to the customers it retains. This aspect of potential customer disquiet has probably inhibited clearing banks who are concerned that their multi-financial product approach to customers may be damaged by a mortgage transfer.

A stronger disincentive is the cost of securitisation, both in financial and manpower terms. A first issue takes many months to prepare, involves systems and procedural changes within the organisation and incurs legal costs substantially in excess of the original estimate! For a regular issuer of mortgage-backed securities this high first issue cost is averaged-down by the subsequent use of similar structures. This is not the case for the 'once a year issuer'. Technology in this new market changes rapidly and a structure used 12 months ago is likely to need significant modification.

A solution for the occasional issuer is to access the knowledge of experienced issuers. In the case of an FRN this would take the form of an 'Issuer Consultancy' whilst for ECP the experienced issuer would arrange and manage the programme. This allows the occasional issuer access not only to the structural technology of securitisation but also the more mundane but every bit as important area of pool selection, administrative procedures and systems modifications. It also avoids the need to recruit a securitisation specialist. CIBC has undertaken several such consultancies during 1989. It is also probable they will produce a duplicate of their mortgage-backed ECP structure to allow of smaller would-be securitisers access to this market.

D. The choice of markets

A potential issuer has a choice of a number of markets including sterling FRNs, US dollar Euro-commercial paper, sterling fixed-rate bonds or US domestic bond or paper markets. The choice will not only be influenced by price but also market capacity, the possible desire to target non-bank investors (especially for new lenders) and the future intentions of the securitising institution.

Examining each of these markets in turn;.

1. STERLING MORTGAGE-BACKED FRNS

In the period from January 1987 to December 1988 issues of mortgage-backed securities totalled some §4.2 billion representing over 50% of the §7.7 billion FRNs issued during this period. Were it not for the relative slowdown in the rate of new asset growth of banks and new lenders during 1989 (due to the depressed mortgage market and the recovery of market share by the building societies) issues of mortgage-backed securities might have been expected to reach §6 or §7 billion in that year alone. Clearly the FRN market has limitations when viewed both against this figure and also the fact that total mortgage debt outstanding at the end of 1988 was some §184 billion.

A further limitation of the sterling FRN market is the fact that the majority of investors in this market are banks and this market therefore offers mortgage lenders limited scope to diversify their funding base. This is particularly acute for the new lenders who are substantial users of the bank syndicated loan market. Typically they borrow from this market at an average cost of LIBOR + 25 – 30 bp (plus reserve asset costs). The fact that banks advance to new lenders at this level is the probable reason for the relatively high coupon that they demand for highly rated mortgage-backed securities - an AA rated building society issuing an FRN pays some 10-15 bp

less than the issuer of an off-balance sheet AAA rated mortgage-backed security.

Issues became progressively more expensive in the first 12 months following the first rated mortgage-backed issue from National Home Lans in March 1987 although this trend was subsequently reversed as the market became more familiar with the structure of these issues and the high quality of the assets and associated credit enhancements.

It was this high level of FRN pricing which caused CIBC to be the first lender to issue mortgage-backed ECP.

2. MORTGAGE-BACKED ECP

Mortgage-backed ECP offers a number of advantages to issuers. In particular it gives access to the US dollar market which is substantially larger than the sterling market. It also brings investor advantages, most notably the absence of maturity risk that exists with 27 - 30 year FRNs.

Mortgage-backed ECP securitisations are, however, more complex and expensive to structure. In order to gain the desired credit rating and to guarantee liquidity for holders of paper it is necessary to put it in place a five year sterling backstop for the full amount of the programme.

The combined cost of undrawn committed backstop, the coupon on the ECP (technically the ECP is issued at a discount) and the cost of the dollar-sterling swaps total approximately LIBOR + 15 – 20 bp. This compared favourably with FRNs which, during 1988, were issued at coupons between LIBOR + 27 bp and LIBOR + 42½ bp.

A further advantage is that paper can be issued continuously during a period for maturities of typically one, two or three months avoiding the event risk which is present with an FRN which only resets four times each year. The maturity and tenure of mortgage-backed ECP can be managed to mirror that of the bank's on-balance sheet mortgage funding. Additionally, the ECP programme can be stepped up over time (subject to provision of additional sterling backstop) without incurring additional structuring or issuing costs.

3. STERLING FIXED INTEREST BONDS

An interesting development occurred in mid 1988 when JP Morgan Securities structured a bullet-maturity five year straight sterling issue for Household Mortgage Corporation. A listed 30 year FRN was issued by a special purpose company (SPC) and sold in its entirety to a second SPC. The SPC purchased a five year put on the FRN from American Insurance Group (AIG) and then issued a streling five year bond. The underlying FRN had

five year substitution of mortgages so as to maintain full outstandings for five years.

Although well received the bond issue had two limitations. First, the issue was for only §100 million reflecting the smaller demand for sterling straights and secondly, whilst the funding cost was cheaper than a conventional mortgage-backed FRN, the infrequency with which there is a coincidence of investor demand at the right price, an attractive swap and 'put' availability makes this structure one which cannot be relied on for regular funding needs.

On the positive side the bond achieved a wider non-bank distribution than conventional FRNs and allowed five year substitution compared with the typical three year period seen on recent mortgage-backed FRNs. HMC repeated the issue in early 1989 with another §100 million transaction, AIG again providing the put.

Looking to the future this structure could become more popular, particularly if UK insurers or corporate in investors show interest in writing puts on the underlying FRNs and thereby provide a more competitive market for put options. Issue size could also be expected to increase as this new market matures.

4. US DOLLAR DOMESTIC CP

Late 1988 saw MFC and HMC access the US domestic CP market using a AAA rated guarantor. The US domestic market has more depth and liquidity than the ECP market and it seems inevitable that other issuers will tap this market.

The main disadvantages at present are the complexities of meeting SEC regulations and the tendency of the US market to prefer guaranteed deals rather than structured issues. The latter means that a regular issuer will not benefit from the lower pricing that stems from name recognition as investors are focused on the credit quality of the guarantor. This also means that guarantors effectively control the price of access to the US domestic market in much the way that AIG dominated access to the UK straight market.

5. FUTURE DEVELOPMENTS

SG Warburg have pioneered the Sterling Variable-Rate Note (VRN) market in the UK having led on-balance sheet issues for both the Halifax and Abbey National Building Societies. It can only be a matter of time before this structure is used for an off-balance sheet securitisation. The structure has many of the characteristics of ECP; investors bid for the three month coupon on the notes. The unusual feature is that instead of liquidity provided by a

back-stop facility investors provide the liquidity by, in a illiquid market, being left with their notes at a coupon of, say, LIBOR + 75 bp. This 'back-stop cost' is presently too high for mortgage issuers at a time when mortgage margins were willing to accept a back-stop cost of 50 bp, no doubt in return for a higher coupon in the first three month period.

A further problem with this structure is that the issuer's costs of funding may fluctuate dramatically over the life of the transaction depending on investor demand, whereas an FRN provides a guaranteed cost of funds throughout the life of the issue. While the risk of changing funding costs also exists with mortgage-backed ECP, the market it altogether larger and more liquid and issuers have greater certainty of competitive funding.

E. Structural options

Having selected the market in which one desires to issue mortgage-backed securities there are a number of structural options to consider. Perhaps the three most important are the use of pool insurance or subordinated debt, part repayment upon amortisation or the operation of a purchase fund and whether to issue definitive notes or operate a book entry system.

POOL INSURANCE OR SUBORDINATED DEBT?

The most frequently used type of credit enhancement supporting a rated mortgage-backed security is pool insurance. This is usually purchased to cover the first losses totalling up to 10% (although occasionally it is written for 100%) of the total issue size and is generally subject to a 0.5% deductible put up as a deposit by issue originator. As pool insurance only covers losses and not payment delays (ie mortgage arrears) it is also necessary for the issuer to arrange a liquidity facility.

Typically this will be for a sum equating to 2.5-3% of the issue size for a AAA rated transaction.

An alternative to these two separate enhancements is to issue un-rated subordinated debt. This alternative has been successfully employed by both National Home Loans (NHL) and Household Mortgage Corporation (HMC).

In the first case (and until the June 1989 issue by Collateralised Mortgage Securities (No 1) PLC) the subordinated debt was bought and held by NHL thereby providing 'self-insurance' at a considerable cost saving. It is reasonable to suppose that a lender knows the likely performance and credit quality of the mortgage pool better than a provider of pool insurance or an investor in subordinated debt and therefore does not require such a

high coupon to reward him for the risk. However, looking forward it is increasingly difficult to see accountants allowing such a transaction to be regarded as off-balance sheet where the originator continues to be exposed to the performance of the portfolio both in terms of losses and note interest delays due to mortgage arrears. The Bank of England guidelines indicate that a regulated institution holding its own (or a connected party's) subordinated debt will not achieve off-balance sheet treatment (for capital adequacy purposes) for the assets sold.

There may be instances in the future where a new lender may find that an on-balance sheet mortgage-backed security incorporating subordinated debt held by itself is a cheaper funding alternative than borrowing in the syndicated loans market. Over and above price considerations such a structure has the advantage of funding to maturity, although in practice most mortgage-backed securities will be called on or prior to the step-up in coupon, typically present in such issues ten years after closing.

By contrast, the second issuer, HMC, sells the subordinated debt in its issues to third party investors who receive a significantly higher coupon than senior noteholders. The advantage to HMC is that the cost of credit enhancement is spread over the life of the issue rather than being an up-front cost as in the case of pool insurance (thereby reducing the capital cost of a securitisation since no pool insurance deductible is required to be financed by the originator). Table 6 illustrates the varying returns on capital using the alternative structures.

F. Developments during 1989

1989 started very quietly for mortgage-backed securities reflecting the difficult origination conditions experienced at that time by new lenders and overseas banks. There were however a number of issues from July through to September totalling just less than §2 billion)The first issue was by MAES Funding No 2 plc, a §300 million FRN issue tulising assets from CIBC Mortgages. The issues was significant in a number of respects; with a coupon of 15 bp and fees of 15 bp it was the cheapest mortgage-backed FRN to date and, at §300 million, the largest. In addition it features a §200 million tap exercisable in full or in part on any of the first four interest payment dates. The issue did not incorporate substitution reflecting CIBC's view that over the new few years coupons would further reduce. The absence of substitution gave the bond an average life of less than two years and this, together with the liquidity promised by the size of the issue, lead to corporates and bank money-market desks).

This issue was closely followed by offerings from Barclays Bank and the National Home Loans Corporation. The Barclays issue ('Gracechurch') was

the first seen from the big four cleares and was a conventional issue featuring three year substitution. The coupon of 20 bp and fees of 12½ bp made it marginally more expensive than the MAES issue reflecting the fact that this was a first issue for Barclays and that the smaller size of the issue might lead to less liquidity.

National Home Loans issued through Collateralised Mortgage Securities (No 1) plc a CMO (Collateralised Mortgage Obligation) type of structure commonly seen in the United States. The issue, totalling §225 million, was divided into four tranches, 'fast-pay' and slow-pay' senior notes and a subordinated tranche. Whilst each senior tranche is pari passu in respect of interest, principal is repaid only to fast-pay notes until the tranche is fully redeemed, then to medium-pay and so on, giving an average life on the fast-pay notes of less than one year (with average lives in excess of five years for the other two tranches). One object of the transaction was to produce, in the fast-pay notes, an instrument attractive to UK corporates thereby giving NHL originated issues a diversification away from bank investors. In this respect the issue wa only partially successful since the fast-pay notes appealed to bank money market desks as well as the corporates. Whilst the fast-pay notes had the lowest coupon yet seen in the MBS market the weighted cost of all three senior tranches was higher than MAES2.

Around the same time the Mortgage Corporation announced the PIMBS programmes: an FRN issuance programme of up to §3 billion over a number of years through a series of PIMBS special purpose companies, the first of which, PIMBS No 1 plc issued §250 million in the summer of 1989. The object of the programme is to reduce legal costs associated with note issuance by having a master set of documents covering the majority of the terms of each issue. It was perhaps surprising that a programme of this size and duration restricted itself to both sterling and FRNs but it did have the advantage of embracing a multitude of different mortgage types.

The late summer saw further issues from CMS (No 2) plc, First Mortgage Securities (MS No 2 plc), Household Mortgage Corporation and PIMBS No 2 plc. The common feature of the last three issues was that in each case investors regarded the pricing as rather tight and indicated that it might be some time before the pricing of MAES 2 might be equalled or bettered in the MBS market.

II. BANK OF ENGLAND NOTICE ON LOAN TRANSFERS AND SECURITISATION

With the increase in loan transfers between banks during the 1980s and the advent of mortgage-backed securities in March 1987 the Bank of England

recognised the need to formalise their approach as to when a transferred loan or securitised group of assets could be regarded, for capital adequacy purpose, as being sold without significant retained risk. The preferred approach was for the participants of the BIS - Basle Agreement to extend their work to cover loan transfers and securitisation but there was neither time or sufficient interest for this to happen. The United States Federal Authorities already had a policy, developed on an ad hoc basis over the previous decade, whilst other participating countries had yet to see securitisation become a feature of their individual markets. It was therefore necessary for the Bank of England to 'go it alone'.

The eventual notice (BSD/1989/1 - Loan Transfers and Securitisaton) appeared in February 1989, two full years after consultation with interested parties commenced and 15 months after the publication, in December 1987, of a consultative paper.

The policy is broad in its approach, seeking to cover all types of potential securitisation and the transfer of any type of banking loan or commitment.

The notice makes a simple distinction between the transfer of a single loan and the transfer of a group or 'package' of loans, the latter being described as securitisation.

Much interest at the time of the notice's publication centred on the impact it would have on the securitisation of mortgage assets. Interestingly mortgages are not once mentioned in the notice. It is thought that the advent of mortgage securitisation had not caused undue concern at the Bank - the assets were relatively low risk and the presence of credit ratings suggested the transactions were well structured. Nevertheless it has been practitioners in the mortgage securitisation area that have been predominantly, but not exclusively, concerned with the practical effect of the Bank's notice.

The Bank's policy is not to operate a graduated scale where a sold asset with some limited recourse is regarded, for example, as 90% sold with 10% risk retention, but rather an absolute decision - sold or not sold. The paper effectively sets out a list of requirements and exclusions each of which has to be fully met if the asset is to be disregarded for capital adequacy purposes.

The Bank does acknowledge that certain risks exist even when all the rules have been met. The principal retained risks are moral and operational/ administrative. In the first case the Bank needs to make a subjective judgement about how likely it is for a vendor bank to rescue a securitisation vehicle rather than risk, in some way, its own reputation or relationship with its former customers. it might be felt that a UK clearing bank with its

substantial retail customer base would be more inclined to rescue a failing securitisation company which it has sponsored compared with, by way of example, a US bank which had effectively withdrawn from UK retail and mortgage banking. In the second case it has to be acknowledged that administrators/servicers of securitised assets have strict obligations with regard to standards of administration and these are generally supported by indemnities against loss through administrative error. In both of these cases the bank does not lay down a formal methodology for such calculated risks but prefers to build such considerations into the broad and subjective decision which needs to be taken on a bank by bank basis; that is, by how much should a bank be required to exceed the minimum capital requirements set out in the BIS/Basle paper.

Much has been said, sometimes critically, about the Banks' regulatory approach to securitisation. It should be said, however, that the requirements are not impossible to meet and that securitisation has continued to take place involving regulated banks since the publication of the notice. In the long run practitioners of securitisation all gain by maintaining high standards of transaction integrity. The rating process helps to ensure the achievement of such standards and this is reinforced by the Bank of England's policy statement.